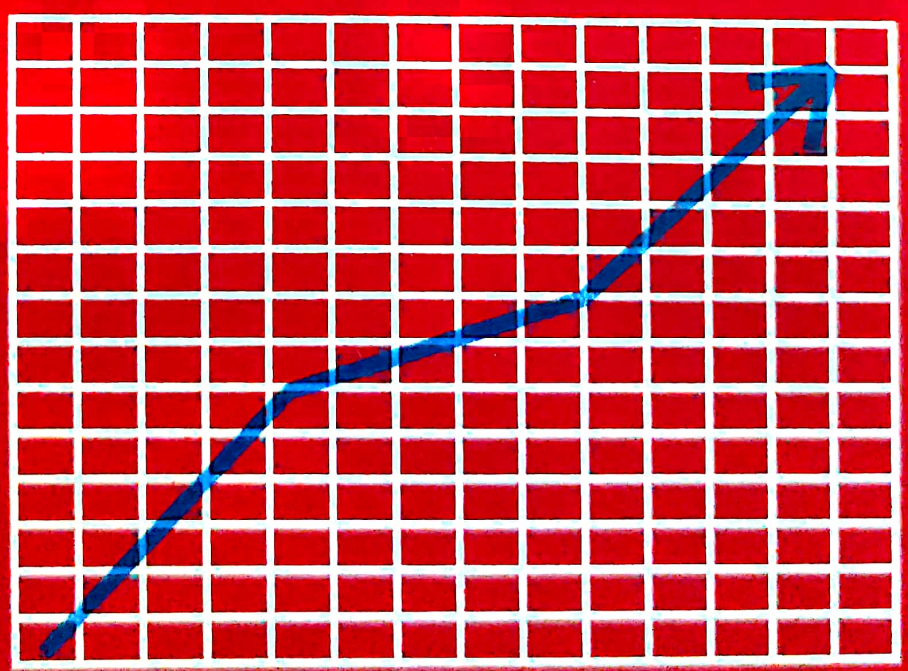
Coordonator: Prof. univ. dr. Gheorghe Voinea

MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN PROCESUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ



Sedcom Libris

coordonator prof. univ. dr. Gheorghe Voinea

MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN PROCESUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ

Scanned with OKEN Scanner

UNIVERSITATEA "AL.I. CUZA" IAŞI
FACULTATEA DE ECONOMIE ŞI ADMINISTRAREA AFACERILOR
CATEDRA DE FINANȚE ŞI CREDIT

MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN PROCESUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ

coordonator prof. univ. dr. Gheorghe Voinea

Editura *Sedcom Libris*
Iaşi 1999

Scanned with OKEN Scanner

coperta Bogdan Rusu

Autori:

Prof. dr. Gheorghe Filip
Prof. dr. Vasile Turliuc
Lect. dr. Carmen Corduneanu
Conf. dr. Maria Prisăcariu
Asist. drd. Ovidiu Stoica
Asist. drd. Bogdan Zugravu
Prof. dr. Vasile Cocriş
Lect. drd. Valeriu Dornescu
Ing. econ. Bogdan Filip
Asist. drd. Dan Chirleşan
Prep. drd. Bogdan Dima
Econ. Patricia Gemeniuc
Prep. Alina Vlad
Conf. dr. Gabriel Ştefura
Conf. dr. Sorin Mihăescu
Lect. drd. Nicolae Lungu
Prof. dr. Ion Neagoe
Lect. dr. Dumitru Bucătaru
Lect. dr. Angela Roman
Lect. drd. Mihaela Onofrei
Asist. drd. Mihaela Cambose

© Toate drepturile asupra prezentei ediții aparțin
Editurii Sedcom Libris Iaşi

ISBN: 973-8028-06-X

Scanned with OKEN Scanner

CUPRINS

MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN PROCESUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ

PARTEA I-A

FUNCȚIONALITATEA MECANISMULUI ECONOMICO-FINANCIAR ŞI PIEȚELE DE CAPITAL ÎN CADRUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ

1.1. O ABORDARE A FUNCȚIONALITĂȚII MECANISMULUI ECONOMICO-FINANCIAR

PROF.DR.FILIP GHEORGHE

1.2. CONȚINUTUL CAPITALULUI, PREMISELE FORMĂRII ŞI VALORIFICĂRII LUI

PROF.DR.TURLIUC VASILE

1.3. EVALUAREA POTENȚIALULUI PIEȚEI DE CAPITAL ÎN ROMÂNIA

LECT.DR.CORDUNEANU CARMEN

1.4. CONȚINUTUL PIEȚELOR FUTURES

CONF.DR.PRISACARIU MARIA

1.5. GLOBALIZAREA PIEȚELOR FINANCIARE

ASIST.DRD.STOICA OVIDIU

1.6. SISTEME DE SUPRAVEGHERE A PIEȚELOR FINANCIARE

ASIST.DRD.STOICA OVIDIU

1.7. IMPACTUL ÎMPRUMUTULUI DE STAT ASUPRA FUNCȚIONĂRII MECANISMULUI ECONOMICO-FINANCIAR

PROF.DR.FILIP GHEORGHE

1.8. CONCEPȚII ASUPRA ÎMPRUMUTURILOR DE STAT ŞI CARACTERISTICI ALE ACESTORA

ASIST.DRD.ZUGRAVU BOGDAN

Scanned with OKEN Scanner

PARTEA A II-A

BĂNCILE ŞI CREDITUL ÎN CONTEXTUL TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

2.1. CREDITAREA BANCARĂ ŞI CREŞTEREA ECONOMICĂ

PROF.DR.TURLIUC VASILE

2.2. REORGANIZAREA SISTEMULUI BANCAR ÎN ROMÂNIA ŞI ROLUL BĂNCILOR ÎN ECONOMIA CONCURENŢIALĂ

PROF.DR.COCRIŞ VASILE

2.3. COMPENSĂRILE INTER-ÎNTREPRINDERI MODALITATE DE STINGERE A DATORIILOR ŞI CREANŢELOR RECIPROCE

LECT.DRD.DORNESCU VALERIU

2.4. DEZVOLTAREA TEHNOLOGIILOR BANCARE BAZATE PE INSTRUMENTE ELECTRONICE

ING.ECON.FILIP BOGDAN

2.5. ROLUL BĂNCII CENTRALE ÎN CRIZELE BANCARE

ASIST.DRD.CHIRLEŞAN DAN

2.6. O MODALITATE DE EVALUARE A RISCULUI ÎN SISTEMUL BANCAR

PREP.DRD.DIMA BOGDAN

2.6. INSTRUMENTE DE PLATĂ ŞI DE CREDIT ÎN PERIOADA DE TRANZIŢIE

ECON.GEMENIUC PATRICIA

PARTEA A III-A

MECANISMELE ŞI EVOLUŢIA PIEŢEI VALUTARE ÎN PERIOADA TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

3.1. EVOLUŢIA ŞI FUNCŢIONALITATEA MECANISMELOR PIEŢEI VALUTARE DIN ROMÂNIA

PROF.DR.VOINEA GHEORGHE

3.2. CONSILIUL VALUTAR ŞI REALITATEA ECONOMICĂ A TRANZIŢIEI

PREP.DRD.DIMA BOGDAN, PREP.VLAD ALINA

Scanned with OKEN Scanner

3.3. EVALUAREA RISCULUI DE ŢARĂ ŞI FINANŢAREA EXTERNĂ
PREP.VLAD ALINA

PARTEA A IV-A

FISCALITATEA ŞI IMPACTUL EI ÎN CADRUL TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

4.1. DIMENSIUNI ŞI INTERPRETĂRI ALE FISCALITĂŢII LA NIVEL MICROECONOMIC
CONF.DR.ŞTEFURA GABRIEL
4.2. PRESIUNEA FISCALĂ LA NIVELUL AGENŢILOR ECONOMICI
CONF.DR.MIHĂESCU SORIN
4.3. IMPACTUL FACTORILOR INTERNAŢIONALI ASUPRA FINANŢELOR PUBLICE NAŢIONALE ÎN PERSPECTIVA ADERĂRII ROMÂNIEI LA UNIUNEA EUROPEANĂ
LECT.DRD.LUNGU NICOLAE
4.4. FISCALITATEA LOCALĂ ÎN ŢĂRILE EUROPENE
PROF.DR.VOINEA GHEORGHE

PARTEA A V-A

MECANISMELE FINANCIARE ALE ÎNTREPRINDERII ŞI EXIGENŢELE TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

5.1. POSIBILITĂŢI DE FINANŢARE PE TERMEN LUNG DE PE PIAŢA FINANCIARĂ
PROF.DR.NEAGOE ION
5.2. STRUCTURA FINANCIARĂ, RISCUL ŞI OPTIMIZAREA PROCESULUI DE CONSTITUIRE - UTILIZARE A CAPITALURILOR ÎNTREPRINDERII
LECT.DR.BUCĂTARU DUMITRU
5.3. MUTAŢII ÎN MEDIUL ÎNTREPRINDERILOR ROMÂNEŞTI
LECT.DR.ROMAN ANGELA

Scanned with OKEN Scanner

5.4. POLITICA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERII ŞI MEDIUL ECONOMICO-SOCIAL
LECT.DRD.ONOFREI MIHAELA
5.5. DECIZIA DE INVESTIŢIE ÎN CONDIŢIILE REDUCERII IMPOZITULUI PE PROFITUL FIRMEI
ASIST.DRD.CAMBOSE MIHAELA
5.6. ASPECTE ALE REGLEMENTĂRII ŞI DEREGLEMENTĂRII ÎN ASIGURĂRI ŞI REASIGURĂRI
LECT.DRD.LUNGU NICOLAE
5.7. CICLUL ECONOMIC ŞI CICLUL ACTIVITĂŢII DE ASIGURARE
LECT.DRD.LUNGU NICOLAE

Scanned with OKEN Scanner

INTRODUCERE

MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN CONTEXTUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ - lucrarea pe care o prezentăm cititorilor cuprinde studii ale cadrelor didactice din catedra de Finanțe şi monedă, ale doctoranzilor şi ale unor cadre didactice de la Universitatea de Vest din Timişoara care au participat la simpozioane ştiinţifice din cadrul facultăţii noastre.

Lucrarea *MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN CONTEXTUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ* este structurată pe următoarele părţi: funcţionalitatea mecanismului economico-financiar şi pieţele de capital, băncile şi creditul, evoluţia pieţei valutare, fiscalitatea şi mecanismele financiare ale întreprinderii.

Tranziţia la economia de piaţă fiind un proces complex care presupune statornicirea proprietăţii private şi numeroase alte reforme în economie, necesită restructurarea mecanismelor financiar monetare şi evaluarea impactului lor în economia naţională.

Studiile din lucrarea *MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN CONTEXTUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ* scot în evidenţă mutaţiile în funcţionarea mecanismelor, disfuncţionalităţile şi efectele lor.

Lucrarea *MECANISMELE FINANCIAR MONETARE ÎN CONTEXTUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ* continuă eforturile membrilor catedrei care au mai elaborat şi publicat: MONEDA, FINANŢELE ŞI CREDITUL ÎN PROCESUL TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ, Editura Universităţii "Al.I.Cuza"Iaşi, 1992; DIMENSIUNEA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERII, Editura SEDCOM LIBRIS, Iaşi, 1995 şi MECANISMELE ŞI INSTITUŢIILE ECONOMIEI DE PIAŢĂ, Editura Universităţii "Al.I.Cuza" Iaşi, 1997.

Aşteptăm cu interes aprecierile cititorilor asupra studiilor privind mecanismele financiar monetare în perioada tranziţiei la economia de piaţă.

PROF.DR.GH.M.VOINEA
CATEDRA DE FINANŢE ŞI MONEDĂ
FACULTATEA DE ECONOMIE ŞI ADMINISTRAREA AFACERILOR
UNIVERSITATEA "AL.I.CUZA" IAŞI

Scanned with OKEN Scanner

PARTEA I-A

FUNCȚIONALITATEA MECANISMULUI ECONOMICO-FINANCIAR ŞI PIEȚELE DE CAPITAL ÎN CADRUL TRANZIȚIEI LA ECONOMIA DE PIAȚĂ

- O ABORDARE A FUNCȚIONALITĂȚII MECANISMULUI ECONOMICO-FINANCIAR
- CONȚINUTUL CAPITALULUI, PREMISELE FORMĂRII ŞI VALORIFICĂRII LUI
- EVALUAREA POTENȚIALULUI PIEȚEI DE CAPITAL ÎN ROMÂNIA
- CONȚINUTUL PIEȚELOR FUTURES
- GLOBALIZAREA PIEȚELOR FINANCIARE
- SISTEME DE SUPRAVEGHERE A PIEȚELOR FINANCIARE
- IMPACTUL ÎMPRUMUTULUI DE STAT ASUPRA FUNCȚIONĂRII MECANISMULUI ECONOMICO-FINANCIAR
- CONCEPȚII ASUPRA ÎMPRUMUTURILOR DE STAT ŞI CARACTERISTICI ALE ACESTORA

Scanned with OKEN Scanner

1.1. O ABORDARE A FUNCȚIONALITĂȚII MECANISMULUI FINANCIAR MONETAR

Prof. univ. dr. Gheorghe FILIP

Mecanismul financiar-monetar poate fi abordat, la niveluri diferite de funcționare a economiei, ca un "angrenaj" compus din procese, tehnici și instrumente de înfăptuire şi reglare a fluxurilor băneşti, în raport cu cerințele desfăşurării normale a proceselor reale. O expresie directă a funcționării sale este activitatea financiară concretizată prin operațiuni şi fluxuri financiar-monetare ce se derulează între participanții la producerea, repartiția şi consumul de utilități sociale. Bazate pe relațiile dintre participanții la procesul reproducției, asemenea operațiuni şi fluxuri băneşti marchează pregnant viața economică şi societatea modernă, făcând din mecanismul financiar-monetar o componentă de prim plan a mecanismelor economico-sociale. Ele reflectă folosirea banilor în funcțiile ce revin acestora, inclusiv mişcarea valorii sub forma sumelor de bani, pentru constituirea şi distribuirea (utilizarea) fondurilor financiare.

În opinia noastră, reglarea fluxurilor financiar-monetare poate fi concepută, atât prin prisma interdependenței lor cu fluxurile reale, cât şi prin cea a corelației intrări-ieşiri la şi de la fondurile băneşti administrate de către entitățile economice şi sociale, având în vedere sursele de formare şi destinațiile acestor fonduri.

Sub aspectul intercondiționărilor cu fluxurile reale, pentru funcționarea mecanismului financiar este revelatoare diferențierea fluxurilor financiar-monetare pe următoarele tipuri: de contrapartidă; decalate; multiple; autonome.

Primul tip de flux financiar-monetar se intercondiționează în mod direct şi imediat, cu realizarea fluxului real corespondent; cele două categorii de fluxuri având loc concomitent, în sensuri opuse şi la dimensiuni valorice egale, ceea ce favorizează derularea lor continuă.

Al doilea tip de flux financiar-monetar presupune un ecart temporal față de fluxul real (produs în prealabil). În acest caz are loc un decalaj între momentele de realizare ale celor două fluxuri şi implicit crearea de datorii şi de creanțe pentru participanții la relațiile de schimb. În anumite condiții, ruptura ce se produce între fluxurile reale şi cele financiare poate deveni o premisă nefavorabilă funcționării mecanismelor economiei, antrenând prelungirea întârzierilor în derularea celor din urmă, şi putând conduce la apariția fenomenului de blocaj financiar.

La rândul lor, fluxurile financiar-monetare multiple sunt caracteristice participării unor intermediari financiari, care preiau creanțele (rezultate prin apariția decalajului dintre ele şi fluxurile reale), transferând sumele cuvenite vânzătorilor şi urmând a le recupera de la datornici, la o dată ulterioară. În aceste condiții, are loc o multiplicare a fluxurilor financiare în raport cu cele reale şi o redistribuire a resurselor băneşti între mai mulți participanți, cu posibile efecte benefice asupra funcționării mecanismului economic, inclusiv a celui financiar-monetar.

Scanned with OKEN Scanner

În fine, fluxurile autonome se caracterizează printr-o anumită independenţă de cele reale şi sunt specifice operaţiunilor de împrumut, presupunând momente şi sensuri specifice de derulare, de la creditor la debitor (în momentul acordării sumei împrumutate) şi invers (cu prilejul rambursării ei).

Totodată, analiza fluxurilor financiare de intrare-ieşire la şi de la fondurile băneşti administrate în economie, este relevantă pentru a sesiza impactul lor asupra funcţionării mecanismului financiar-monetar conceput global, la nivel macro. Avem în vedere, atât mişcarea sumelor de bani ca procese de acumulare şi de repartizare (utilizare) ale diferitelor tipuri de fonduri financiare (bugetar, de asigurare, de creditare, speciale, de investiţii, de rulment, etc.), cât şi întrepătrunderea dintre aceste fluxuri şi reglarea lor pe ansamblu.

Conceput ca ansamblu al proceselor şi instrumentelor de conducere şi reglare a fluxurilor băneşti, mecanismul financiar-monetar (global) poartă amprenta sistemului social-economic în care funcţionează, iar conceperea şi "construcţia" sa se află sub incidenţa politicii generale promovate de către grupurile care deţin puterea în stat. În acest sens, se impune observaţiei constatarea că un asemenea mecanism poate fi privit şi ca un rezultat al deciziilor de politică financiar-monetară, care, la rândul lor, ar trebui să se fundamenteze pe cerinţe ale legităţilor economice şi criterii de optimizare adecvate. În mod obişnuit, aceste decizii îmbracă forme ale reglementărilor privind activitatea financiară.

Abordat la nivel macroeconomic, mecanismul financiar-monetar reprezintă, se constituie ca o componentă a mecanismului economic global, care, la rândul său, prezintă particularităţi generate de tipul de economie existent în timp şi spaţiu. Din acest punct de vedere, chiar în societatea modernă, se pot distinge cel puţin două variante; una este caracteristică economiei de piaţă liberă, bazată, principial, pe procesele de autoreglare (ca trăsătură definitorie) iar cea de a doua corespunde fostelor economii de tip etatist-socialist, reglate administrativ prin plan.

Astfel, mecanismul economic, inclusiv cel financiar-monetar specific economiei etatiste (socialiste) era conceput ca un ansamblu de procese, tehnici şi instrumente de reglare centralizată (de către stat) a întregii activităţi. El a fost axat pe structurarea şi dimensionarea acesteia prin prevederi obligatorii de îndeplinit, folosind ca instrument fundamental de reglare, a tuturor fluxurilor reale şi financiare, un sistem de planuri, cu corolarul său - planul naţional unic. Contestarea rolului reglator al pieţei libere, în acest tip de economie, a statuat obligativitatea conducerii şi activităţii financiare prin balanţe şi planuri aprobate de organisme de stat şi menite să dimensioneze şi să regleze toate fluxurile de constituire şi distribuire (utilizare) a fondurilor băneşti, respectiv cele financiar-monetare.

Comparativ, în condiţiile unei autentice economii de piaţă, mecanismul economic este bazat pe procesele de autoreglare ce decurg din legităţile acesteia, condiţionând modul de concepere şi funcţionare ale mecanismului

Scanned with OKEN Scanner

financiar-monetar. Elemente ale acestuia, aflate într-un eventual dezacord cu cerințele de derulare normală a activității financiare, se pot reconsidera, creându-se cadrul organizatoric favorabil autoreglării fluxurilor băneşti, fără a se exclude preocuparea pentru corectarea din mers a tendințelor perturbatoare.

Totuşi, chiar în limitele acestui tip de economie, crearea cadrului organizatoric al fluxurilor financiar-monetare, care echivalează cu însăşi "construcția" mecanismului financiar, se află şi sub impactul doctrinei ce stă la baza guvernării în fiecare țară. Sub acest aspect, este relevantă diferențierea ce decurge din cele două mari curente ale doctrinei economice moderne: keynesismul şi monetarismul. Primul, orientat spre un intervenționism statal mai pronunțat, presupune adoptarea unui mecanism mai complex, cu elemente de implicare mai profundă a statului în reglarea fluxurilor financiar-monetare. Al doilea, axat pe doctrina neoliberală a ofertei şi inițiativa privată, privilegiază un mecanism mai simplu şi autoreglarea fluxurilor financiar-monetare, limitând reglementările presupuse de intervenția statului.

Abordarea mecanismului financiar-monetar ca un cadru organizatoric funcțional al derulării fluxurilor financiar-monetare pune, în prim plan, caracterul subiectiv al "construcției" sale, fără a se putea nega însă suportul său obiectiv, ce decurge din interdependența proceselor în formă bănească, cu cele natural-materiale. Din această perspectivă, "construcția" mecanismului financiar echivalează cu crearea componentelor sale de structură necesare funcționării normale. În această optică, dintre elementele structurale cu impact profund asupra funcționării mecanismului financiar-monetar, în opinia noastră, se detaşează: a) sistemul financiar ca ansamblu de relații financiare; b) sistemul fondurilor băneşti ce se administrează de către participanții la procesele reproducției; c) sistemul instituțiilor (entităților) financiar-bancare, (aparatul financiar-bancar) prin care se organizează şi efectuează operațiunile băneşti; d) baza normativă (reglementativă) privind modul de efectuare a operațiunilor financiar-monetare; e) formele, metodele şi instrumentele tehnice utilizabile; f) pârghiile financiare, menite să suplinească imperfecțiuni "de construcție" sau disfuncționalitățile mecanismului economic.

Este de admis că fiecare dintre componentele menționate poate fi concepută şi adaptată unor cerințe impuse de obiectivele politicii generale, respectiv a celei financiar-monetare promovate de un stat sau altul, în diferite perioade. Ele condiționează modul de realizare a fluxurilor financiar-monetare şi de corelare a acestora cu fluxurile reale.

Fără a ignora celelalte componente, apreciem că, alături de aparatul financiar-bancar, sistemul de fonduri băneşti are un rol preponderent, deoarece el determină sensurile şi intensitățile diferitelor fluxuri de constituire sau distribuire (utilizare) a acestora, iar structura sa conturează particularitățile de funcționare ale unui mecanism financiar-monetar.

Totodată, remarcăm faptul că fluxurile financiare de intrare-ieşire se diferențiază pe tipuri de fonduri băneşti ce compun sistemul. În consecință,

Scanned with OKEN Scanner

fiecare tip de fond bănesc are propriul mecanism de funcționare. Ori, din acest unghi de abordare, mecanismul financiar-monetar (global) reprezintă un ansamblu de mecanisme financiare individuale (de complexități mai reduse) interconectate. Devine, astfel, evident că performanțele atinse în funcționarea mecanismului financiar-monetar se bazează pe modul cum funcționează fiecare mecanism interconectat. Dar, în același timp, ele depind și de calitatea conexiunilor și a angrenajului compus din mecanismele interconectate. Aceasta presupune ca încă în faza "construcției" să fi fost create premisele necesare corelării și complementarității fluxurilor financiar-monetare. În acest sens, își găsește aplicabilitate, prin adaptarea la specificul fenomenelor economico-financiare, principiul vaselor comunicante (preluat tot din fizică), care poate fi pus la baza sistemului de fonduri financiare constituite și utilizate la scara economiei naționale.

În accepțiunea noastră, trebuie să se pornească de la cunoașterea cadrului obiectiv al constituirii-distribuirii de fonduri băneşti la nivelul diferitelor entități economice și sociale, identificând conexiunile necesare și creând, pe baze raționale, condițiile "comunicării" între acestea. Aplicarea principiului vaselor comunicante la acest domeniu devine, astfel, posibilă considerând fiecare fond sau tip de fond financiar în ipostaza de vas în care se acumulează resurse băneşti, prin fluxuri de intrare și din care se distribuie resursele potrivit destinațiilor fiecăruia (prin fluxuri de ieșire). Concomitent, caracterul dinamic al fenomenelor economice generatoare și consumatoare de resurse băneşti la nivelul fiecărui fond determină ecarturi între fluxurile de intrare și ieșire, atât ca volum, cât și temporale, ceea ce antrenează apariția de excedente (la nivelul unor fonduri) și de deficite (la nivelul altora).

Ori, în condiții prestabilite prin construcția mecanismului financiar, este posibilă și necesară redistribuirea resurselor disponibile pe "canale" adecvate de comunicare între fondurile aflate, la un moment dat, în situații inverse. Redistribuirea se poate realiza, fie direct, fie indirect, cu implicarea unor intermediari, respectiv a pieței financiare. Astfel, neconcordanțele în derularea fluxurilor de intrare-ieșire la fondurile băneşti, care ar provoca blocarea parțială sau totală a unora, sunt contracarate prin reorientarea adecvată a altora, asigurând continuitatea lor pe ansamblu și funcționarea mecanismului financiar-monetar. În acest context, nu este exclusă nici posibilitatea sporirii masei băneşti în circulație, implicând emisiunea monetară, ca suport al derulării unor noi fluxuri financiare, dar aceasta numai în limite impuse de cerințele echilibrului monetar.

În principiu, un mecanism financiar-monetar poate funcționa cu un grad mai mare sau mai mic de funcționalitate, exprimată prin ritmul și continuitatea fluxurilor băneşti, asigurând corelarea lor (directă sau indirectă) cu cele reale. Necorelarea sau blocarea acestor fluxuri impun reacții de adaptare a mecanismului financiar-monetar în funcțiune la un moment dat, mergând până la reconstrucția sa, pentru a-i spori funcționalitatea.

În esența sa, funcționalitatea mecanismului financiar constă în capacitatea acestuia de a asigura, din punct de vedere tehnic, derularea continuă

Scanned with OKEN Scanner

a fluxurilor financiar-monetare, şi, concomitent, de a favoriza realizarea cu eficienţă cât mai ridicată a proceselor materiale ale reproducţiei. Acest concept se referă, deci, atât la modul de desfăşurare în sine a fluxurilor financiar-monetare, cât şi la impactul asupra eficienţei economico-financiare a activităţilor respective. În consecinţă, un grad mai înalt de funcţionalitate a mecanismului financiar presupune, în mod implicit, evitarea sau limitarea fenomenului de blocaj financiar, ca şi posibilitatea corectării eventualelor dereglări survenite, astfel încât, pe ansamblu, fluxurile financiar-monetare să aibă continuitate şi să servească realizării fluxurilor reale.

În acelaşi timp, asupra funcţionalităţii mecanismului financiar exercită o influenţă decisivă parametrii cantitativi şi calitativi la care se desfăşoară fluxurile reale din economie. În condiţii normale de derulare a acestora din urmă, mecanismul financiar construit corect are asigurat un grad ridicat de funcţionalitate. Dimpotrivă, o dereglare a fluxurilor reale poate atrage după sine şi perturbarea sau chiar blocarea celor financiare. De aceea, devine necesar ca mecanismul financiar-monetar (global) să dispună, prin construcţia sa, de capacitatea de a se autoregla, permiţând derularea fluxurilor şi prin substituiri funcţionale între mecanismele aferente fondurilor băneşti ce se formează şi utilizează.

Având la bază principiul vaselor comunicante (la care am făcut referire anterior), eventualele dereglări ale fluxurilor financiare, concretizate prin blocaje la nivelul unor fonduri deficitare, pot fi atenuate sau contracarate, prin preluarea temporară a funcţiilor mecanismelor acestora, de către mecanismele fondurilor care înregistrează excedente, însă numai în limitele impuse de echilibrarea lor pe ansamblu.

Exemplul cel mai ilustrativ de substituire funcţională angrenează mecanismele fondurilor financiare ale agenţilor economici şi pe cele de creditare, mai ales, bancară. Astfel, în situaţia unor dereglări temporare sau a unui blocaj la nivelul fondurilor proprii administrate de către agenţii economici, pot intra în funcţiune mecanisme ale creditului, care permit efectuarea de plăţi pe seama resurselor băneşti împrumutate de către aceştia. Ulterior, pe măsura restabilirii condiţiilor de funcţionare normală a mecanismelor fondurilor întreprinderilor, devine posibilă reluarea fluxurilor financiar-monetare obişnuite, inclusiv a celor pentru restituirea împrumuturilor.

Tot ca expresie a substituirii funcţionale şi autoreglării mecanismului financiar-monetar, ne apare şi situaţia în care resursele fondului bugetar sunt insuficiente faţă de nevoile de finanţare ale statului şi se apelează la împrumuturi pentru acoperirea unei părţi a cheltuielilor publice. În acest caz, are loc o substituire funcţională între mecanismul fondului bugetar şi cel al împrumutului (creditului public), acesta din urmă asigurând continuitatea fluxurilor financiare la care participă statul prin redistribuirea disponibilităţilor băneşti ale creditorilor săi.

Pe un plan mai larg, redistribuirea resurselor băneşti disponibile, prin mecanismul creditului, constituie o necesitate obiectivă şi o premisă

Scanned with OKEN Scanner

indispensabilă asigurării funcționalității mecanismului financiar global şi a celui economic, de ansamblu.

Pe de altă parte, substituirea funcțională între mecanismele fondurilor financiare presupune şi respectarea anumitor condiții. Astfel, în principiu, redistribuirea resurselor băneşti şi substituirea funcțională a fondurilor întreprinderii prin mecanismul creditului trebuie să se încadreze în limita sumei disponibilităților create la alte fonduri şi a emisiunii monetare justificate, pentru prezervarea puterii de cumpărare a monedei. Această condiție decurge organic din întrepătrunderea obiectivă a fluxurilor de constituire-distribuire a fondurilor băneşti, inclusiv a celor administrate de către bănci, cu emisiunea monetară antrenată de operațiunile bazate pe relații de credit.

Este, însă, de admis că o funcționalitate ridicată a mecanismului financiar (global) depinde, atât de construcția, cât şi de asigurarea funcționării sale adecvate. Ori, dacă ne referim la mecanismul financiar-monetar creat în România în actuala etapă a tranziției la economia de piață, constatăm că el conține şi elemente generatoare de disfuncționalități majore.

În opinia noastră, deficiențele de construcție şi funcționare în sfera creditului s-au manifestat, cu pregnanță, mai ales, în primii ani de tranziție prin insuficienta autoreglare pe seama substituirilor funcționale. Aşa, de pildă, aceste substituiri nu s-au putut manifesta corect, pe de o parte, datorită restricțiilor impuse redistribuirii resurselor băneşti în activitatea aceleiaşi întreprinderi, cum s-a întâmplat în cazul fondurilor financiare pentru investiții sau exploatare ale întreprinderilor cu capital de stat sau în cel al amânării lansării unor împrumuturi publice interne, pentru a se finanța acțiuni economice şi valorifica disponibilitățile băneşti ale populației. Concomitent, proporțiile creditului bancar au fost supradimensionate, acoperindu-se cereri neraționale ale multor debitori care erau sau au devenit insolvabili, ceea ce a antrenat perturbarea fluxurilor de rambursare şi plată a dobânzilor însoțite de amplificarea nejustificată a emisiunii monetare (inflaționiste), şi dereglarea mecanismului financiar-monetar.

De asemenea, sistemul de fonduri băneşti publice creat după 1990 este în viziunea noastră mult prea eterogen, axat pe pulverizarea excesivă a resurselor administrate în sectorul public, fără asigurarea unor conexiuni raționale care să favorizeze corelarea fluxurilor financiare de intrare-ieşire aferente acestora. În mod deosebit, ne apare cauzatoare de disfuncționalități şi contraproductivă pentru economie şi societate, multitudinea de fonduri băneşti denumite generic "speciale", administrate separat de către diferite autorități publice, cum sunt ministerele. Invocarea descentralizării conducerii activității şi a creşterii responsabilității administratorilor de fonduri speciale, nu justifică ignorarea impactului negativ pe care îl antrenează folosirea ineficientă a resurselor, în planul asigurării funcționalității mecanismului financiar-monetar (global). Asemenea disfuncționalități devin şi mai pregnante în condițiile existenței unor dificultăți mari în constituirea şi distribuirea fondului bugetar, respectiv al bugetelor de mare austeritate din ultimii ani.

Scanned with OKEN Scanner

Aşadar, în limitele impuse de caracterul limitat al resurselor băneşti utilizabile, substituirile funcționale şi autoreglarea sporesc funcționalitatea mecanismului financiar-monetar, facilitând derularea fluxurilor reale şi influențând pozitiv evoluția economiei.

În acelaşi timp constatăm că pentru fiecare fond bănesc, proporțiile şi durata funcționării substituirilor funcționale depind, în mod obiectiv, de evoluția înregistrată în planul fluxurilor reale cu care se intercondiționează cele financiare. Dereglarea pe termen lung şi la dimensiuni mari a celor reale nu mai permite funcționarea mecanismului prin substituiri funcționale şi autoreglarea fluxurilor financiar-monetare. În acest sens, funcționalitatea mecanismului financiar-monetar este condiționată, nu numai de calitățile sale funcționale, ci, mai ales, de nivelul cantitativ şi calitativ al activității economico-sociale, care generează fluxurile reale, a căror derulare la parametrii normali rămâne condiția sine qua non a funcționării întregului mecanism economic.

Scanned with OKEN Scanner

1.2. CONȚINUTUL CAPITALULUI, PREMISELE FORMĂRII ŞI VALORIFICĂRII LUI

Prof. univ. dr. Vasile TURLIUC

Tratarea actuală a problemelor financiare la noi presupune constatarea insuficienței capitalului, a nivelului scăzut al capitalului ce se degajă din funcționarea economiei, ca şi a fluxului redus şi "capricios" al capitalului străin.

Premisele generale ale formării şi utilizării capitalului, acceptate ca fiind existente la noi, sunt: forța de muncă cu un bun nivel de calificare şi cultural; resurse naturale destul de abundente, ca şi existenta unor dotări tehnice moştenite apreciabile.

Şi totuşi evoluțiile în direcția asigurării cu capital a economiei româneşti sunt lente, inconstante şi esențial nesatisfăcătoare, ceea ce se reflectă în starea economiei reale în diferitele ei compartimente, ca şi sub raportul rezultatelor pentru standardul de viață al majorității populației.

Excluzând raportările la sfera politicului – nu pentru că ele n-ar fi contingente cu economicul, ci întrucât demersul nostru nu investighează domeniul – cercetarea îşi propune să studieze trei laturi fundamentale ale problematicii:

a) care este conținutul specific al capitalului;
b) ce calități trebuie să întrunească activitatea din economie pentru a genera capital şi
c) ce atribute pe planul utilizării resurselor financiare degajate conduc la bune rezultate pe planul creşterii economice, a nivelului de viață al populației şi ce componente la nivel social au rezultate negative.

a) <u>Conținutul capitalului</u>

În primă instanță, capitalul este o sursă de finanțare a activității de investiții, principala cale de creştere economică. Ea este legată de amplificarea dotării tehnice cu maşini, utilaje, mijloace de transport şi alte active fixe. Investițiile în active fixe absorb de regulă cea mai mare parte a fondurilor destinate investițiilor. Totuşi nu toate aceste fonduri sunt destinate activelor fixe. Finanțările privind creşterea stocurilor de materii prime, materiale, a cheltuielilor cu salariile şi alte finanțări amplifică activele circulante.

Privit în structură la un moment dat, capitalul se prezintă atât sub forma lui incipientă de bani, cât şi sub forma lui ulterioară de valori materiale achiziționate, aflate în cursul expediției sau în stoc aprovizionat, intrate în procesul de prelucrare şi aflate în diversele sale stadii, ca şi de produs finit livrabil, în curs de livrare sau de încasare de la clienți.

Nu pot fi formulate recomandări general-valabile privind structura cea mai adecvată a capitalului, întrucât această structură este de o extremă mobilitate, concurența exercitând aici o influență de perpetuă comprimare în favoarea reducerii costurilor şi maximizării profitului.

Scanned with OKEN Scanner

Capitalul este deci o valoare în mişcare, o expresie a sursei de provenienţă a activului bilanţier. Capitalul nu serveşte nemijlocit pentru satisfacerea directă a nevoilor personale ale întreprinzătorului. Capitalului îi este proprie o anumită stabilitate prin folosirea lui pe o perioadă mai mare şi cu caracter de repetabilitate. Prin urmare, capitalul îmbracă forma de bani şi forma de valori materiale şi este utilizat nu pentru consum ci pentru producţie.

Un atribut al capitalului este capacitatea sa de a se valorifica, de a produce o valoare mai mare decât valoarea încorporată în elementele ce intră în "alchimia" producţiei.

În doctrina marxistă unica sursă a surplusului de valoare rezultat din activitatea economică, surplus numit plusvaloare, este forţa de muncă. Capitalul investit în cumpărarea forţei de muncă a fost numit, de aceea, capital variabil. Această concepţie a fost absolutizată, ea a stat la baza teoriei marxiste a plusvalorii şi a caracterului legitim şi inexorabil al luptei proletariatului pentru lichidarea capitalismului.

Fără a nega că forţa de muncă, respectiv numitul capital variabil poate fi şi este sistematic exploatată, se impune a se reabilita ideea capacităţii de a crea valoare de către munca trecută, adică de către acumularea anterioară de resurse aşa numita muncă materializată care este premisa oricărei activităţi tehnico-productive. Acumularea de resurse într-o cantitate şi structură adecvate este condiţia sine qua non ca procesul de producţie şi deci de creare de valoare să poată avea loc. Nu este deloc întâmplător că socialismul a minimizat în decursul deceniilor rolul spiritului de economisire şi a negat importanţa acumulării de resurse pentru creşterea economică. Acest comportament cultivat la nivelul individual şi familial a avut efecte negative şi la nivelul agenţilor economici. Fenomenul are efecte remanente destul de marcate şi în prezent, cu impact negativ asupra creşterii economice.

Ponderarea însemnătăţii în ansamblul creaţiei de valoare a nivelului şi caracteristicilor dotării tehnice-materiale cu resurse, pe de-o parte, şi a atributelor de eficienţă a personalului salariat şi a activităţii manageriale a corpului de conducere, pe de altă parte, este o problemă labilă, greu cuantificabilă, nici unuia dintre aceşti factori neputându-i-se refuza participarea la asigurarea creării de valoare. Într-o recentă lucrare[1] am dezvoltat ideea participării la crearea valorii, a capitalului ca acumulare de resurse şi a activităţii manageriale.

b) Premisele creării capitalului

Care sunt premisele creării capitalului? Întrebarea privind "tehnologia" producerii capitalului într-o societate atât de săracă în capital (şi în care apelurile la afluxul de capital din străinătate sunt nu numai patetice ci şi excesive şi chiar jenante) reclamă imperios răspunsuri.

Capacitatea de a produce capital a unei economii se leagă de eficienţa ei şi de aptitudinea de a acumula resurse, de a le economisi şi utiliza ca investiţii.

---

[1] V. Turliuc, V. Cocriş, ***Monedă şi credit***, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, în capitolul "Banii ca instrument al exploatării şi banii ca factor al stimulării economice, p.327-331

Scanned with OKEN Scanner

Degajarea de capital depinde, în primul rând, de marja dintre veniturile şi cheltuielile agenţilor economici, adică de capacitatea de a amplifica veniturile în condiţiile minimizării cheltuielilor. Departe de facil, această degajare de acumulări este condiţionată de eficienţa în funcţionarea agenţilor economici, de restrângerea numărului şi nivelului activităţii agenţilor deficitari şi amplificării activităţii agenţilor excedentari de resurse.

Pulsarea de capital în arterele economiei depinde, în al doilea rând, de modul repartiţiei rezultatului pozitiv al exploatării între agenţii economici şi sistemul fiscal, nivelul fiscalităţii fiind esenţial pentru capacitatea economiei de a se finanţa. În mod normal, asigurarea cu capital a economiei de piaţă se realizează descentralizat de către agenţii economici şi nu prin mijlocirea bugetului public. Pentru acest al doilea caz, al finanţării bugetare, are importanţă dezvoltarea unei "armături" de infrastructură, care să absolve întreprinzătorii privaţi de finanţări ce nu le sunt accesibile – drumuri, antrepozite, mari lucrări hidro-ameliorative etc. – şi în care nu sunt interesaţi individual în mod direct. Finanţarea pierderilor din activitatea curentă de exploatare a unor agenţi economici de stat cu activitate ineficientă şi care efectuează plăţi salariale excesive nu poate decât să ducă la consumarea fondurilor eliberate prin activitatea celorlalte întreprinderi eficiente.

c) Premisele valorificării capitalului

Premisa valorificării capitalului şi a dezvoltării activităţii investiţionale deşi pare banală este o foarte importantă acţiune de economisire din veniturile curente ale diverselor categorii ale populaţiei. Totodată, o premisă este şi acumularea de resurse de către agenţii economici şi utilizarea lor pe baza unor scenarii, strategii şi condiţii în acord cu cerinţele pieţei.

Economisirea este legată decisiv de nivelul veniturilor dobândite şi nu se poate amplifica independent de sursele de venit. Totodată, necesitatea de a economisi este pentru cele mai multe categorii ale populaţiei, imperioasă şi ea se restrânge mai puţin decât scad veniturile. De aceea, întotdeauna rezervele băneşti ale populaţiei sunt importante, mai importante decât s-ar crede pe baza unor simple intuiţii.

Sunt de asemenea necesare, cu deosebire în mediul nostru economico-social, acţiuni de conştientizare a însemnătăţii economisirii unei fracţiuni cât mai consistente din veniturile dobândite nu numai pentru "zile-negre", pentru asigurarea consumului curent, ci, mai ales, pentru a dezvolta activităţi productive.

O suită de factori negativi s-au opus în ţara noastră acestei tendinţe: unii de context general; alţii rezultat al neimplicării statale sau chiar al unor acţiuni de spoliere desfăşurate deliberat de grupări avide de îmbogăţire cu orice preţ.

Inflaţia a distrus şi continuă să lovească cu o forţă malefică în categoriile de populaţie cu cele mai reale virtuţi morale şi cu dorinţa de a se pune la adăpost de spolierea prin pierderea din substanţa puterii de cumpărare a banilor.

Jocurile de "într-ajutorare" numite astfel cu cinism, jocuri de genul "Caritas", au condus şi ele la disiparea multor economii. Lipsa de "protecţie socială" din partea statului a favorizat distrucţia acumulărilor băneşti.

Scanned with OKEN Scanner

Activitatea unor bănci private şi de stat, ca şi a unor fonduri mutuale de investiţii a dirijat în mari proporţii disponibilităţile băneşti ale populaţiei spre credite abuzive, fără legătură cu necesităţile economiei şi fără posibilităţi de recuperare în termene normale, devenind adesea sursa achiziţionării de monede convertibile şi transferuri de capital în străinătate.

Forme proeminente de deturnare a potenţialului de capitalizare prin care se sustrag resurse sunt proliferarea fără măsură şi control a jocurilor de noroc prin intermediul televiziunilor private şi publice; deturnarea unei însemnate părţi a resurselor populaţiei prin intermediul învăţământului particular, în condiţiile în care acesta este ineficient formativ, iar taxele percepute sunt excesive; sponsorizarea vecină cu corupţia realizată de întreprinderile etatiste, şi în condiţii în care ele înregistrează pierderi sau venituri ilegitime prin natura şi calitatea prestaţiilor lor.

Cea mai importantă premisă a valorificării capitalului rămâne însă restructurarea întreprinderilor prin privatizarea lor, singura întreprindere care deşi nu devine automat eficientă poate însă să devină eficientă, dacă în acest context îşi pune în valoare marile posibilităţi de care dispune. Problema este de o complexitate extremă care va face obiectul unor consideraţii distincte.

Scanned with OKEN Scanner

1.3. EVALUAREA POTENȚIALULUI PIEȚEI DE CAPITAL ÎN ROMÂNIA

Lector univ. dr. Carmen CORDUNEANU

Universitatea de Vest Timişoara

După peste patruzeci de ani de la dispariția sa, transformările structurale produse în planul relațiilor economico – sociale, alături de evoluția cadrului legislativ au creat posibilitatea reapariției pieței de capital în România. Mediul economic instabil, procesul lent şi sincopat de reconversie a proprietății publice în proprietate privată, alături de disfuncționalitățile generate de adaptarea anevoioasă a economiei la regulile pieței au influențat în mod permanent asupra funcționalității pieței de capital.

Constituind în esență un cadru organizat care asigură întâlnirea ofertei de resurse băneşti disponibile în economie cu cererea de capital pe termen mediu şi lung emisă de sectoarele active din economie şi stat, piața capitalului este permanent influențată de evoluția economisirii. Pentru a se putea asigura apropierea resurselor economisite aflate la diferiți deținători din economie, de nevoile de resurse ale utilizatorilor , este necesară existența unei economisiri reale, durabile şi generalizate la nivelul societății româneşti. Excedentul cererii în raport cu oferta de capital bănesc economisit constituie însă o realitate neglijată permanent de decidenții politici şi deci nerezolvată.

Analiza evoluției soldului contului de capital al celor şase sectoare instituționale din economie relevă că, permanent sectorul Societăți şi cvasi-societăți nefinanciare, iar cu excepția a trei ani şi sectorul Administrația publică au manifestat un necesar de finanțare. Ca urmare a comprimării venitului disponibil brut şi expansiunii prețurilor, sectorul Gospodăriile populației care constituie în orice economie, principalul sector care acumulează capital bănesc pentru a-l distribui prin plasare directă sau prin intermediul instituțiilor financiare specializate pe piață, a înregistrat inițial o evoluție descendentă şi niveluri negative ale ratei de economie financiare. Deşi, ulterior evoluția s-a inversat, ritmul de creştere a acesteia rămâne lent. Economisirea acestui sector s-a îndreptat preponderent spre sistemul bancar şi nu spre piața de capital. Numai timp de doi ani s-a înregistrat un sold negativ la nivelul sectorului instituții de credit, ca urmare a transferurilor de capital datorate preluării veniturilor rezultate din diverse operațiuni de reevaluare a stocurilor de aur, argint şi a unor active ale Băncii Naționale a României la bugetul statului. În restul anilor acesta a reuşit să mobilizeze economisirea latentă existentă în economie şi să dispună de o capacitate de finanțare. Alte două sectoare respectiv întreprinderi de asigurare şi administrație privată au dispus permanent de o capacitate de finanțare. Valoarea acesteia s-a menținut la un nivel redus. În consecință după finanțarea sectoarelor deficitare în diferite proporții, s-a recurs la finanțarea externă. Această situație este relevată de evoluția soldului debitor (cu excepția anului 1994) al sectorului restul lumii.

Scanned with OKEN Scanner

Ca urmare a politicii de investiții de tip extensiv promovată în economie, societățile comerciale cu capital public create au fost din start decapitalizate. Prin amploarea sa, fenomenul inflaționist a contribuit la erodarea capitalului acestora. Rata de autofinanțare care poate fi considerată ca fiind o economisire forțată a unei părți a profitului, a fost fie inexistentă, fie extrem de redusă.

Decizia de a crea societăți cu capital privat competitive nu şi-a atins obiectivul propus. Cadrul legislativ permisiv a stimulat şi permite în continuare apariția unor societăți cu capital privat decapitalizate. Facilitățile fiscale acordate au condus la apariția unor forme societare active temporar.

Majoritatea societăților comerciale, indiferent de natura capitalului, sunt incapabile, să-şi asigure, necesarul de resurse financiare pentru activitatea de exploatare şi investiții, pe seama finanțării interne, într-o proporție de minim 50-60%. În consecință, necesitățile financiare ale acestora depăşesc substanțial resursele proprii. Lipsesc excedentele de trezorerie durabile şi generalizate la nivelul majorității societăților comerciale care să fie plasate pe piața de capital în scopul fructificării şi finanțării solicitatorilor de capital.

La nivelul majorității grupurilor sociale din cadrul sectorului Gospodăriile populației, economisirea are în general un caracter forțat, fluctuant şi instabil. Se economiseşte fie pentru a se achita o cheltuială legată de cumpărarea unui bun economic care depăşeşte venitul curent, fie pentru a rambursa un împrumut deja contractat, fie pentru alte evenimente cu caracter inerent. Prea puțini membri ai societății reuşesc să economisească în mod permanent şi în termeni reali. Diminuarea veniturilor, creşterea prețurilor, inflația, şomajul, gradul ridicat a presiunii exercitate de ansamblul prelevărilor cu caracter obligatoriu instituite asupra veniturilor salariale şi altor venituri impozabile, influențează permanent asupra nivelurilor veniturilor economisite de către populație.

Expresia financiară a economisirii negative existente în societatea românească o constituie permanentizarea deficitelor bugetare şi creşterea continuă a ponderii împrumutului public în PIB.

Din cele expuse rezultă că mediul economic este puțin favorabil îndeplinirii rolului economic şi social al pieței de capital. Sub aspect economic, aceasta constituie o nouă alternativă de finanțare, alături de piața monetară a creditului, care permite diversificarea surselor de finanțare externă a agenților care activează în sectoarele economiei româneşti şi stimularea procesului investițional. Sub aspect social piața de capital asigură protecția veniturilor economisite, oferind o diversificare a plasamentelor în funcție de titlurile financiare existente pe piață şi aversiunea față de risc a deținătorilor de capital bănesc economisit. Deciziile psihologice ale populației şi deciziile de politică financiară ale managerilor societății nu au stimulat îndeplinirea rolului care îi revenea în plan economic şi social.

În consecință, apariția pieței de capital nu a scăzut importanța deținută de instituțiile de credit în atragerea economiilor populației şi în finanțarea societăților economice. Această situație este evidențiată de nivelul ratei de intermediere

Scanned with OKEN Scanner

financiară, care reflectă raportul dintre valoarea finanțării prin aceste instituții şi finanțarea generală. În consecință, rata de dezintermediere financiară care reflectă finanțarea de pe piața de capital a oscilat în jur de 10%.

Managerii societăților economice nu au sesizat, că această nouă piață asigură o diversificare a opțiunilor de finanțare a programelor de restructurare, permițând flexibilizarea actului decizional şi posibilitatea de optimizare a costului capitalului financiar solicitat. În plus, posibilitățile de finanțare ale pieței de capital sunt superioare celor de care dispun instituțiile de credit. De ce ? Întrucât dispare dependența dintre dimensiunea capitalului financiar de care dispune o societate bancară şi cel al capitalului financiar solicitat. Concomitent dispar garanțiile similare celor solicitate de bănci.

Întrucât accesul la resursele financiare oferite de piața de capital este deschis numai societăților de capital, administrației publice centrale şi celor locale, restul rămân dependente de finanțarea bancară. Dar cum decizia de a investi cuprinde o importantă componentă de natură psihologică, emisiunile solicitatorilor de capital trebuie să fie atractive sub aspect financiar, iar aceştia să fie cunoscuți de către potențialii investitori. În consecință, pentru a facilita accesul la resurse şi asigura activizarea pieței, se impune stimularea procesului de concentrare a capitalului prin fuziune şi de transformare în societăți de capital în special a societăților cu răspundere limitată.

Datorită factorilor amintiți, funcția de finanțare directă s-a limitat doar la câteva emisiuni de acțiuni şi obligațiuni, realizate de societăți cunoscute pe piață şi de Ministerul Finanțelor. Rolul de a contribui la finanțarea indirectă a revenit fondurilor deschise de investiții şi celor cinci societăți de investiții financiare, care permit micilor deținători de economii să-şi plaseze eficient economiile pe piață. Întrucât fondurile deschise de investiții au apărut înainte de formarea pieței de capital, posibilitățile acestora de a-şi diversifica portofoliul în lipsa unor plasamente atractive, şi acordarea de credite pentru a-şi fructifica capitalul atras, au avut efecte negative atât asupra valorii titlurilor de participare emise, cât şi asupra pieței. În ceea ce priveşte societățile de investiții financiare, acestea nu au reuşit să-şi îndeplinească rolul care le revenea pe piață.

În urma programului de privatizare în masă în economie au apărut 17 milioane de acționari. Pentru a se asigura mobilitatea, lichiditatea şi evaluarea titlurilor financiare existente pe piață a fost înființată inițial Bursa de valori iar ulterior piața extrabursieră sau OTC. Întrucât înscrierea societăților la categoria de bază (sau categoria a II-a) şi respectiv la categoria I-a a Bursei de valori Bucureşti implică îndeplinirea anumitor cerințe, patru mii de societăți sunt în continuare cotate pe piața OTC. Aceste piețe permit deținătorilor de titluri financiare emise de societățile cotate, să-şi vândă titlurile deținute pentru a-şi asigura lichidități şi respectiv deținătorilor de capital plasarea acestuia.

Totuşi evoluția prețurilor pe piață nu oferă o evaluare reală a titlurilor financiare, şi nici informații care să indice potențialilor emitenți, condițiile financiare pentru realizarea de noi emisiuni. Deşi, ca urmare a transformării în

Scanned with OKEN Scanner

lichidităţi a titlurilor deţinute de micii acţionari se poate asigura concentrarea capitalului, investiţiile de portofoliu realizate au urmărit obţinerea unor plusvalori şi nu deţinerea unor pachete de control în scopul influenţării deciziilor de management ale societăţilor economice. În stadiul actual de dezvoltare structurală şi de funcţionalitate a economiei, investiţiile de portofoliu provenite din străinătate comportă un anumit risc. Unele decizii ale factorului guvernamental alături de stările de instabilitate de natură politică şi economică, pot genera repatrierea bruscă a capitalului investit. În consecinţă, presiunea exercitată asupra pieţei valutare, se poate răsfrânge rapid asupra întregii economii şi deci preţul plătit pentru o activizare temporară a pieţei de capital creşte. În condiţiile asigurării liberei transferabilităţi a capitalului investit, se impune stabilirea unei perioade minime de timp în care acesta să acţioneze pe piaţă şi a unei perioade de timp uşor mai mare în care să se poată efectua transferul creşterilor de capital realizate.

Decidenţii publici nu au depus nici un efort în direcţia activizării pieţei de capital. Două exemple sunt concludente. Obligaţiunile emise de Ministerul Finanţelor şi acţiunile emise de societăţile de investiţii financiare nu au fost înscrise la cotare. Deşi, prima ofertă publică de vânzare a unui pachet de acţiuni ale societăţii Electroaparataj a avut succes, totuşi Fondul Proprietăţi de Stat nu a recurs activ la facilităţile oferite de piaţa secundară a capitalului pentru a accelera procesul de reconversie a dreptului de proprietate.

Piaţa secundară oferă posibilitatea vinderii rapide a pachetelor mici de acţiuni deţinute de FPS la unele societăţi şi în mod treptat a celorlalte. Evitarea atomizării exagerate, ca şi apariţia unor situaţii de monopol privat se poate realiza facil. În acest scop se poate avea în vedere, stabilirea în cadrul unei oferte publice de vânzare a unor pachete standard, limita maximă din capitalul unei societăţi care poate fi deţinută de un acţionar şi alte obligaţii (legate de menţinerea obiectului de activitate, utilizarea personalului, datoriile societăţii).

Piaţa de capital oferă soluţii de acţiune asupra blocajului economico-financiar. Societăţile debitoare pot proceda la emisiuni de titluri financiare (acţiuni; obligaţiuni convertibile şi respectiv schimbabile în acţiuni) destinate societăţilor creditoare care au un drept de creanţă în numerar sau în natură asupra lor. În acest caz societatea creditoare subscrie integral sumele a căror valoare este egală cu valoarea creanţei. Ulterior societatea emitentă debitoare ramburseazâ imediat datoria sa faţă de creditori. Ca urmare a schimbării numărului de acţionari, în funcţie de ponderea acţiunilor care revin noilor acţionari din capitalul societăţii şi de numărul acestora, pot interveni modificări în procesul de luare a deciziilor. Această operaţiune contribuie la îmbunătăţirea echilibrului financiar al societăţilor participante. Societăţile care au subscris pot, fie să se implice în procesul de luare a deciziilor, fie să transforme în lichidităţi acţiunile cumpărate.

Decizia de conversie a datoriilor societăţilor româneşti prin emiterea de acţiuni care să fie oferite publicului spre vânzare, fie pe piaţa extrabursieră, fie la

Scanned with OKEN Scanner

BVB şi nu conform mecanismului anterior prezentat prezintă riscuri. Aceasta poate genera într-o primă etapă, scăderea rapidă a preţurilor de tranzacţionare a acţiunilor pe piaţa secundară a capitalului, operaţiuni de tip speculativ, autonomizarea dreptului de luare a deciziilor. Deşi capitalul scriptic creşte, emisiunea de acţiuni nu constituie o operaţiune de finanţare, întrucât aportul de capital în numerar este utilizat pentru rambursarea datoriilor. Datoriile societăţilor pot fi generate de obligaţii diverse: credite nerambursate băncilor, obligaţii faţă de buget sau faţă de alte societăţi pentru bunurile şi serviciile cumpărate şi neachitate. Obligaţiile în natură trebuiesc evaluate conform clauzelor contractuale şi avându-se în vedere evoluţia preţurilor pe piaţă, astfel încât drepturile creditorilor să nu fie afectate. Dacă supraevaluarea generează acordarea unor drepturi necuvenite, subevaluarea pune în pericol drepturile creditorilor. În plus acestea influenţează asupra numărului de acţiuni emise, asupra raportului dintre oferta şi cererea acestora pe piaţă şi deci asupra preţurilor de tranzacţionare, dar şi asupra acţionarilor vechi şi noi. În situaţia în care operaţiunea de conversie nu atrage o modificare a structurii decizionale prin apariţia unei minorităţi juridice de blocaj sau modificarea acţionarilor semnificativi, care să se implice în gestionarea societăţilor emitente, în scopul redresării activităţilor, atunci apare riscul diluării profitului care revine pentru fiecare acţiune. Din considerentele expuse rezultă clar că operaţiunea de conversie a creanţelor pe care unele societăţi le au asupra altora, trebuie să se deruleze conform primei tehnici expuse. Piaţa de capital oferă multiple oportunităţi dar sancţionează rapid erorile decizionale.

Chiar în condiţiile mediului economic fluctuant din România, este posibilă retehnologizarea şi recapitalizarea societăţilor, datorită diversificării caracteristicilor financiare ale titlurilor care pot fi emise. Indiferent dacă este vorba de societăţi cu capital public, mixt sau privat, titlurile financiare cunoscute şi utilizate în practică pe plan internaţional pot contribui la finanţarea pe termen mediu şi lung a societăţilor economice şi administraţiei publice, fără a produce modificări asupra raportului capital public – capital privat sau pot contribui la modificarea rapidă a acestuia, în funcţie de opţiunile acţionarilor. Reconversia proprietăţii publice în proprietate privată poate fi accelerată.

Finanţarea prin intermediul pieţei obligatare poate fi extrem de diversificată. În timp ce unele produse obligatare nu pun în discuţie transformarea dreptului de creanţă asupra societăţilor emitente, altele permit subscriitorilor fie să opteze între calitatea de obligatari sau acţionari, fie să devină automat acţionari ai societăţii emitente. Recompensarea obligaţiunilor poate fi atât fixă, cât şi variabilă, prin actualizarea ratei dobânzii în funcţie de indici de referinţă specifici fie pieţei monetare fie pieţei obligatare fie în funcţie de rezultatele financiare ale emitentului. Deci piaţa obligatară oferă soluţii atât pentru finanţarea societăţilor cât şi pentru reconversia dreptului de proprietate a societăţilor de capital româneşti într-o anumită perioadă de timp prevăzută prin contractul de emisiune. Diversificarea obligaţiunilor permite opţiuni extrem de diverse şi deci o flexibilizare a actelor decizionale în funcţie de evoluţia pieţei şi stării economiei.

Scanned with OKEN Scanner

Atunci când se doreşte fie recapitalizarea, fie reconversia dreptului de proprietate publică în proprietate privată, se poate opta pentru emisiunea de:
- obligaţiuni rambursabile în acţiuni, a căror amortizare se face obligatoriu prin atribuirea de acţiuni la societatea emitentă la sfârşitul duratei de viaţă a împrumutului prevăzută în contractul de emisiune. Aceste titluri financiare pot fi emise atât de societăţile publice, cât şi cu capital privat. În cazul recapitalizării se emit noi acţiuni, iar în cazul reconversiei dreptului de proprietate, subscriitorii primesc în schimbul valorii obligaţiunilor ajunse la scadenţă acţiuni din portofoliul gestionat de FPS. Prin înscrierea acestora la cota BVB subscriitorii au posibilitatea ca în funcţie de evoluţia societăţii emitente să le transforme în lichidităţi, renunţând la calitatea de obligatar, sau să le păstreze pentru a deveni acţionari;
- obligaţiuni cu bonuri pentru subscriţia în acţiuni care dau deţinătorilor posibilitatea de a avea calitatea de acţionari şi obligatari. Bonurile pentru subscriere sunt negociabile separat de obligaţiuni la bursă. Exercitarea dreptului de subscriere în acţiuni (fie noi emise, fie deţinute în portofoliu de FPS după caz) nu duce la pierderea calităţii de obligatar. Deţinătorii acestor titluri pot să renunţe la bonurile pentru subscripţie (să le transforme în lichidităţi pe piaţa bursieră), dar să păstreze obligaţiunile, sau pot vinde obligaţiunile şi să păstreze bonurile pentru subscripţie. Deciziile investitorilor vor depinde de evoluţia acţiunilor la care au dreptul şi de rata profitului, care se vor reflecta în preţul bonului pentru subscripţie pe piaţă. Pe baza numărului şi valorii totale a acţiunilor subscrise în cursul fiecărui exerciţiu financiar, la sfârşitul acestora se aduc modificările necesare legate de statutul şi capitalul social. Dacă în cursul duratei de viaţă a împrumutului obligatar, societatea emite acţiuni în scopul incorporării în capital a rezervelor statutare, a unor prime de emisiune sau profitului, precum şi atunci când emisiunea de acţiuni urmăreşte creşterea resurselor sale monetare, atunci drepturile deţinătorilor de bonuri pentru subscripţie trebuiesc rezervate (puse separat).

Prin contractul de emisiune trebuie stabilit raportul de conversie (numărul de acţiuni susceptibile a fi obţinute prin conversia obligaţiunilor) şi intervalul temporal în care subscriitorul are dreptul să-şi exercite opţiunea. Exercitarea opţiunii de schimb poate fi limitată la o perioadă prestabilită (de câteva luni) sau poate fi exercitată pe întreaga durată de viaţă a împrumutului. A doua posibilitate este mai atractivă, întrucât decizia de schimb se poate lua în orice moment, chiar şi atunci când are loc rambursarea împrumutului indiferent de metoda de amortizare utilizată. Dacă intervalul este prestabilit atunci nici emitentul şi nici investitorii nu au siguranţa că intervalul temporal prestabilit pentru schimb este oportun. În plus investitorii trebuie să procedeze la schimbarea rapidă a obligaţiunilor în acţiuni, întrucât în caz contrar pierd posibilitatea de a deveni acţionari. În schimb dacă nu sunt restricţii legate de exercitarea dreptului de opţiune, atunci investitorii vor analiza evoluţia pe piaţă a obligaţiunilor cumpărate, a acţiunilor societăţii emitente şi vor compara rata dobânzii cu rata

Scanned with OKEN Scanner

profitului, fără a neglija obligațiile de natură fiscală. Atâta timp cât prețul obligațiunii pe piață este superior prețului acțiunii şi cât timp venitul obligațiunii după plata impozitului este superior celui produs de acțiune, deținătorul de obligațiuni nu va fi interesat să le schimbe pe acțiuni. Prin emisiunea acestor obligațiuni se poate realiza fie reconversia dreptului de proprietate, situație în care obligațiunile se schimbă contra acțiunilor gestionate de FPS, fie creşterea capitalului, fără a se recurge imediat la creşterea acestuia. Atunci când prețul acțiunilor este depreciat şi randamentul scăzut, aceste obligațiuni dau posibilitatea de a se colecta capital de pe piață în condiții mai avantajoase decât dacă s-ar emite acțiuni. De ce ? Întrucât obligațiunile convertibile pot fi emise la un preț superior prețului de pe piață a acțiunilor în momentul emisiunii, în timp ce emisiunea de noi acțiuni se face întotdeauna la un preț inferior celui a acțiunilor deja tranzacționate. Deci numărul de titluri emise care ulterior pot fi convertite este mai mic. În plus emisiunea de obligațiuni convertibile comparate cu emisiunea de acțiuni, asigură emitentului diminuarea obligațiilor fiscale, întrucât dobânda plătită pentru obligațiuni este deductibilă din profitul impozabil.

Atunci când se doreşte finanțarea societăților de capital, fără a se pune în discuție modificarea structurii de proprietate, se poate decide emisiunea de obligațiuni de tip clasic care asigură subscriitorilor pe întreaga durată de viață a împrumutului un drept de creanță asupra societății emitente.

Întrucât mediul economic este variabil se impune a se avea în vedere actualizarea ratei dobânzii. Aceasta implică stabilirea fie a momentului, fie a intervalelor temporale la sfârşitul cărora să se realizeze actualizarea, indicii de referință aleşi, limita minimă şi respectiv maximă a dobânzii garantate.

Întrucât, în momentul actual, pe piață nu sunt tranzacționate obligațiunile emise de Ministerul Finanțelor şi de către Siderca şi nici alte obligațiuni, nu se pot utiliza pentru actualizare indici de referință care să reflecte evoluția de pe piața de capital. În consecință pentru actualizarea ratei dobânzii se pot utiliza indici specifici pieței monetare, respectiv:

-dobânda zilnică dintre bănci pe piața monetară aferentă plasamentelor pentru 24 de ore, determinată în fiecare dimineață prin procedeul de fixing;

- rata medie a dobânzii pe piața interbancară pentru depozite plasate de bănci (BUBOR) pe o perioadă de o lună, trei luni, şase luni, nouă luni, douăsprezece luni.

În scopul actualizării ratei dobânzii se pot utiliza indici de referință legați de activitatea societăților emitente: evoluția pe piață a prețului acțiunilor societății emitente, evoluția cifrei de afaceri, valorii adăugate, profitului societății.

Deşi produsele specifice pieței acțiunilor sunt mai puțin diversificate, acestea permit armonizarea capitalului social cu volumul de activitate prin încorporarea rezervelor statutare şi prin emisiuni de noi acțiuni. Acționarii sunt protejați împotriva diluării puterii decizionale şi a averii întrucât beneficiază, fie de un drept de preemțiune (sau preferențial de subscriere), fie de un drept de atribuire în funcție de modul de realizare a creşterii de capital, pe care îl pot

Scanned with OKEN Scanner

utiliza sau nu. Unele acțiuni pot să garanteze deținătorilor un dividend prioritar, altele să fie lipsite de dreptul de vot, dar şi un drept de vot plural în raport cu restul acțiunilor emise, în scopul limitării procesului de luare a controlului asupra unei societăți cotate pe piața secundară.

Recapitalizarea societăților puțin rentabile, cu o situație financiară incertă, impune asigurarea unui anumit grad de securitate pentru capitalul investit. Astfel s-ar putea emite, acțiuni care să asigure deținătorilor posibilitatea de a beneficia de un dividend garantat prin statutul societății şi de un al doilea dividend în funcție de rezultatele acesteia. Altă posibilitate este de a acorda un drept de prioritate legat de plata dividendelor care recompensează unele acțiuni emise în raport cu acțiunile clasice sau ordinare.

În cazul societăților rentabile, a căror acționari nu doresc să pună în discuție puterea de decizie, sau sunt controlate de un grup familial, aflate într-o fază de expansiune se pot utiliza alte soluții. În scopul creşterii rapide a capitalului social, se pot emite acțiuni care să garanteze drepturile precuniare subscriitorilor, în condițiile pierderii dreptului de vot.

Dar emisiunea unor astfel de acțiuni trebuie prevăzută în statutele societăților şi permisă prin modificarea cadrului legislativ.

Constituind un cadru organizat şi supravegheat piața secundară a capitalului (prin BVB şi OTC) poate contribui la accelerarea procesului de privatizare a acțiunilor gestionate de FPS, fie prin metoda licitației olandeze, fie prin ofertă publică de vânzare la preț fix. Însă succesul privatizării prin intermediul pieței de capital va depinde de modul de organizare a ofertei publice.

Pentru a scădea impactul asupra pieței, se impune evitarea supra-aglomerării acesteia, prin eşalonarea în timp a ofertelor publice. În acelaşi timp este preferabil să se procedeze la o selecție a societăților. În scopul obținerii unui efect psihologic favorabil la nivelul investitorilor, primele societăți privatizate ar trebui să fie dintre cele mai bune. Concomitent se impune o selecție a societăților de valori mobiliare care intermediază oferta publică şi chiar a societăților bancare (în baza art. 8 litera i din Legea bancară).

Privatizarea prin intermediul Bursei de Valori Bucureşti necesită ca societățile să fie înregistrate la Oficiul de Evidență a Valorilor Mobiliare, iar acțiunile cotate la "sectorul valori mobiliare emise de persoanele juridice române", respectiv la categoria de bază (sau a II-a). Societățile care au obținut în ultimii doi ani profit şi care îndeplinesc cerințele legate de capitalul circulant, fluxurile de lichidități, numărul de acțiuni aflate în circulație şi numărul de acționari, ar trebui înscrise la categoria I-a. Toate societățile a căror acțiuni urmează a fi oferite public spre vânzare, trebuie să furnizeze informații cu un conținut cert, corect şi suficient, să plătească comisioanele prevăzute prin procedurile Bursei, şi să încheie Contractul de Registru cu BVB care va acționa ca agent de depozitare, înregistrare şi transfer. FPS şi fiecare societate trebuie să desemneze câte o persoană care să mențină în mod permanent legătura cu BVB.

Scanned with OKEN Scanner

Pentru intermedierea ofertei publice de vânzare pe piața BVB, se poate opta pentru metoda "Licitație olandeză", întrucât societățile de valori mobiliare au o capacitate extrem de redusă de garantare şi de asumare a riscurilor. Aceasta presupune ca FPS să propună un preț de vânzare pentru acțiunile oferite, iar brockerul care reprezintă intermediarul ales, să poată succesiv să reducă prețul de vânzare până la subscrierea întregii oferte.

Pentru intermedierea ofertei publice de vânzare pe piața extrabursieră (sau OTC) se poate opta pentru "metoda celei mai bune execuții". Această metodă nu obligă societățile de valori mobiliare sau societățile bancare care intermediază oferta publică, de a prelua în nume propriu acțiunile care nu au fost vândute. Se impune stabilirea limitei minime a pachetului de acțiuni şi respectiv a valorii minime care poate fi subscrisă. Standardizarea trebuie să asigure evitarea atomizării investitorilor dar şi accesul micilor investitori. În intervalul stabilit pentru derularea fiecărei oferte publice de vânzare se vor derula mai multe operațiuni.

În prima etapă, investitorii vor transmite cantitățile de acțiuni cerute şi prețurile de cumpărare, care nu vor putea fi mai mici decât prețul minim prestabilit de FPS. Ulterior se va stabili prețul fix la care se va efectua oferta publică de vânzare, precum şi o listă a cumpărătorilor potențiali în ordinea descrescătoare a prețurilor şi cantităților celor mai competitive. Investitorii care au formulat cele mai competitive cereri de cumpărare vor avea prioritate în etapa de alocare a acțiunilor.

În etapa a II-a se va proceda la primirea cererilor de subscriere care devin irevocabile (în câteva zile de la transmitere) şi alocarea acțiunilor oferite spre vânzare prin "metoda pro-rata cu favorizare". Această metodă prezintă avantajul că stimulează concentrarea acțiunilor la dispoziția unor investitori importanți, în scopul implicării active a acestora în activitatea de decizie, dar permite şi accesul micilor investitori pe piață.

Maturizarea şi activizarea pieței de capital, depăşirea reținerilor de natură psihologică izvorâte din necunoaşterea mecanismelor acesteia, formarea unor analişti specializați în analiza evoluțiilor titlurilor tranzacționate şi gestionarea eficientă a portofoliilor, va permite protecția activă a investitorilor împotriva riscurilor pieței.

Deşi toți participanții la operațiunile derulate pe piața de capital sunt supuşi riscurilor, recurgerea la titlurile financiare derivate specifice pieților la termen condiționat permite, ca în funcție de previziunile privind evoluția pieței, aceştia să se protejeze activ. Comparativ cu piața monetară a creditului, pe piața de capital se produce o descentralizare a riscurilor, întrucât alături de investitori, solicitatorii de capital şi intermediarii sunt supuşi unor riscuri specifice.

Totuşi pentru a asigura buna funcționare a pieței de capital se impune existența unui proces de economisire real, durabil şi generalizat în economie. Îndeplinirea acestui deziderat repune în discuție calitatea politicilor promovate în economia reală, interdependențele dintre acestea şi asigurarea unei coerențe sub aspect temporal.

Scanned with OKEN Scanner

1.4. CONȚINUTUL PIEȚELOR FUTURES

Conf. univ. dr. Maria PRISACARIU

1. Formarea pieţelor futures

Apariţia şi formarea pieţelor futures este rezultatul unui proces evolutiv natural care a debutat în Evul mediu şi continuă şi astăzi. Principalele momente care au marcat apariţia şi evoluţia pieţelor futures sunt:

- În Grecia şi Roma antică s-au practicat tranzacţiile cu "bunuri viitoare", adică cu mărfuri prezente sub forma de eşantion la perfectarea contractului şi livrate efectiv ulterior;
- În Japonia secolului XVII, proprietarii de pământ care obţineau o rentă în orez, depozitau marfa în marile depozite şi vindeau documentele de depozit (tichete de orez) care dădeau dreptul cumpărătorului să primească o cantitate de orez, de o anumită calitate, la o dată precizată în tichet[1].Tichetele de orez asigurau proprietarilor de pământ un venit fix prin vânzarea acestora şi cumpărătorilor un profit prin vânzarea orezului la un preţ mai mare (andosând tichetul cu numele noului cumpărător) în orice moment până la scadenţă sau la scadenţă;
- În Europa secolului XIX, comerţul la distanţă practicat cu Orientul şi Lumea Nouă şi asocierea distanţei cu ideea de profit a permis separarea negocierii şi încheierii contractului la un anumit preţ şi livrarea efectivă a mărfii la acelaşi preţ indiferent de evoluţia acestuia. De exemplu, la Bursa de Metale din Londra se perfectau contracte la un termen nedefinit (la sosirea vasului).
- În anul 1848 s-a creat în Statele Unite ale Americii Bursa de Comerţ din Chicago (Chicago Board of Trade – CBOT) care a organizat şi comerţul cu cereale la termen;
- În perioada 1880-1971 s-a extins bursa din Chicago şi s-a introdus comerţul cu cereale la termen la bursele din Londra, Liverpool, Berlin, New York, New Orleans. Gama produselor comercializate la termen s-a extins la materii prime industriale (cupru, plumb, zinc), carcase de porc, vite vii, cherestea, suc de citrice.

Din anul 1971 şi până în prezent pe pieţele futures din principalele burse ale lumii se diversifică produsele tranzacţionate la termen. Au devenit obiect al contractele futures metalele preţioase (aur, argint, platină), devizele (dolarul, marca germană, lira sterlină) titlurile financiare cu venit fix (obligaţiuni, bilete de tezaur etc.) şi indici bursieri. Principalele evenimente care punctează dezvoltarea pieţei futures după anul 1971 sunt:

---

[1] ***Tichetele de orez erau utilizate şi în calitatea de bani de hârtie*** (Popa Ioan, Bursa; vol.I, Ed."Adevărul",S.A.; Bucureşti, 1993, pag.15-16)

Scanned with OKEN Scanner

- 1972, Chicago Mercantile Exchange (piața futures a contractelor cu ouă şi unt) înființează ca subpiață, International Monetary Market (IMM) cu obiect contracte futures pe valute (primele contracte futures financiare) ;
- 1975, Chicago Board of Trade negociază primele contracte futures pe rata dobânzii;
- 1976 este anul înființării pieței internaționale la termen din Franța (Marché a Terme International de France a M.A.T.I.F) cu două tipuri de contracte futures, obligațiuni pe termen şi bonuri de tezaur pe termen scurt (90 zile)
- 1982, Kansas City Board of Trade introduce primul contract futures cu indici bursieri;
- 1994, New York Mercantile Exchange şi Commodity Exchage Inc. fuzionează sub denumirea NYMEX-COMEX formând principala piață futures pentru contracte cu țiței, păcură, benzină, gaze naturale.

Se constată că primele tranzacții futures au avut ca obiect mărfurile şi mult mai târziu (începând cu anul 1972), activele financiare (valute, obligațiuni, indici bursieri). Explicația este oferită de formarea şi evoluția bursei care la începuturi a fost bursă de mărfuri şi ulterior bursă de valori.

Piețele futures s-au desprins din piețele la vedere sub acțiunea conjugată a doi factori: obiectivi şi subiectivi.

Factorii obiectivi sunt oferiți de cerințele economice privind eficientizarea mecanismelor tranzacțiilor, colectării şi distribuirii informațiilor privind tranzacțiile.

În mecanismul unei tranzacții bursiere, principalele operațiuni constau în formarea prețurilor la vedere (spot) şi estimarea prețurilor în perioada următoare. Fluctuațiile ample şi neanticipate ale prețurilor pe piețele spot împreună cu poziția netă limitată constituie doi factori obiectivi favorabili dezvoltării piețelor futures. Ei justifică necesitatea înființării şi dezvoltării piețelor futures. Prețul futures atenuează influența fluctuațiilor prețurilor la vedere prin stabilirea acestuia în contractul futures de către cele două părți contractante, cumpărător şi vânzător.

Suficiența formării piețelor futures este dată de aplicabilitatea condițiilor unui contract la activele suport ale acestuia. Pentru activele reale şi o parte din activele financiare condițiile sunt:

Active reale	Active financiare		
	Obligațiune	Valuta	Indice bursier
1. Producție mare	1. Număr mare în circulație	1. Liber utilizabilă	Îndeplineşte condițiile prin însăşi stabilirea mărimii de către bursă
2. Stocarea în cantități mari pe perioade îndelungate	2. Număr mare de deținători sau subscriitori	2. -	
3. Omogenitate a calității	3. Acelaşi emitent	3. Emisă de o singură țară sau organism financiar bancar internațional	
4. Standardizare cantitativă	4. Standardizare cantitativă	4.Standardizare cantitativă	

Scanned with OKEN Scanner

Factorii subiectivi constau în existența instituțiilor pe piața la vedere care se pot angaja în tranzacțiile futures. Aceste instituții sunt: bursa, firmele de brokeraj, casa de compensație. Există două tendințe care se manifestă pe piețele la vedere şi la termen.

Prima tendință constă în depăşirea volumului tranzacțiilor spot de către volumul tranzacțiilor futures la aceeaşi bursă. De exemplu în 1986 la New York Mercantile Exchange, contractele futures energetice reprezentau 86% din valoarea totală a tranzacțiilor.

A doua tendință constă în tranzacționarea la bursele de mărfuri atât a contractelor futures cu active reale (mărfuri) cât şi a celor cu active financiare (obligațiuni, valute, indici bursieri, bonuri de tezaur). Din acest motiv separarea pieței futures comerciale de piața futures financiară este dificil de realizat. De exemplu în anul 1974 la Chicago Mercantile Exchange pe subpiața International Monetary Market (IMM) valoarea contractelor futures financiare a reprezentat 4% din valoarea totală a tranzacțiilor şi a crescut în anul 1986 la 84%.

Cele două tendințe, creşterea valorii tranzacțiilor futures în comparație cu cea a tranzacțiilor la vedere şi tranzacționarea contractelor futures comerciale şi financiare la bursele de mărfuri determină pe specialiştii în domeniu să substituie denumirea de burse de mărfuri cu cea de piață futures (engleză – futures market, franceză marche a terme).

Piețele futures îndeplinesc două funcții esențiale: transferul riscului de preț şi identificarea prețului activului suport al contractului.

Prima funcție, transferul riscului de preț este conturată de interesele diferite ale participanților pe piețele futures. Hedgerii urmăresc acoperirea riscului de preț la care sunt expuşi pe piața la vedere, în timp ce speculatorii urmăresc obținerea de câştiguri în urma fluctuațiilor de preț pe aceeaşi piață. Piețele futures permit transferul riscului de preț de la cei care nu doresc să şi-l asume (hedgeri) către cei care şi-l asumă (speculatorii).

A doua funcție, identificarea prețului activului suport este explicată prin tranzacționarea simultană de contracte futures cu acelaşi activ dar cu scadențe viitoare diferite. Din acest motiv pentru acelaşi activ suport a mai multor contracte futures cu scadențe diferite se formează prețuri diferite în funcție de raportul cerere şi ofertă în prezent şi în viitor.

Prețurile futures sunt publicate continuu din cel puțin două motive:

- modificarea stocurilor de mărfuri prin reducerea lor dacă prețurile futures scad, majorare daca prețurile futures cresc;
- afectarea deciziilor de producție şi consum prin creşterea producției dacă prețurile futures sunt ridicate, sau amânarea deciziei de consum daca prețurile futures sunt scăzute.

Scanned with OKEN Scanner

2. Reglementarea pieţelor futures în Statele Unite ale Americii

Pieţele, în general nu se pot dezvolta fără existenta unui grup larg şi divers de participanţi, iar acest grup nu poate rămâne pe parcursul unei perioade semnificative, nici larg, nici divers, dacă anumitor participanţi le este permisă, în mod sistematic obţinerea de avantaje în dauna celorlalţi.

Reglementarea pieţelor futures reprezintă un proces dificil şi complex, datorat în principal, intereselor diferite ale participanţilor pe aceste pieţe. În S.U.A., sarcina de a concilia aceste interese în scopul asigurării de pieţe futures corecte şi eficiente, revine atât Comisiei pentru tranzacţii futures cu mărfuri (CFTC) – The Commodity Futures Trading Commision, cât şi pieţei futures însăşi.

O prezentare cel puţin succintă, a evoluţiei cadrului legal în care aceste tranzacţii au fost efectuate este necesară pentru înţelegerea corectă atât a teoriei cât şi a practicii reglementării pieţelor futures moderne. În mod natural, această evoluţie a fost paralelă cu cea a pieţelor futures şi a permanentei preocupări de stopare a abuzurilor.

Cu referire la reglementarea pieţelor futures în S.U.A. este de remarcat că, după mai mult de jumătate de secol de la apariţia lor, pieţele futures americane au fost, în esenţă, nereglementate juridic; bineînţeles, fiecare bursă avea propriul regulament de funcţionare, dar la nivel federal, nu exista un punct de vedere comun în acest domeniu. În perioada de început o serie de state au interzis, tranzacţiile futures, plecând de la premisa că a vinde ceva fără a avea dreptul şi proprietatea asupra sa, nu este decât un joc de noroc. Mai târziu au avut loc diverse tentative de a adopta o legislaţie în acest domeniu, prima reuşită concretizându-se abia în 1916 prin Legea tranzacţiilor futures cu bumbac. De asemenea, au fost adoptate legi care reglementau tranzacţiile precum şi activitatea unor instituţii de supraveghere a tranzacţiilor. Cel mai important moment în acest sens îl constituie adoptarea la 23 octombrie 1974, a "Legii Comisiei pentru tranzacţii futures cu mărfuri" care a autorizat înfiinţarea Comisiei pentru tranzacţii futures cu mărfuri – C.F.T.C.

C.F.T.C. este un organism federal independent şi, în prezent, deţine autoritatea regulatorie exclusivă asupra tuturor contractelor futures iniţiate de pieţele bursiere americane, incluzând deci şi contractele a căror tranzacţionare a început după 1974 – contractele futures asupra ratelor dobânzii, asupra valutelor, asupra indicilor bursieri şi asupra produselor petroliere.

Reglementarea pieţelor futures americane are trei obiective generale: prevenirea manipulării pieţei; prevenirea fraudelor; menţinerea poziţiei financiare solide a caselor de compensaţie şi a firmelor de brokeraj. Cu alte cuvinte, scopul reglementării este de a menţine aceste pieţe corecte şi eficiente. Pentru îndeplinirea acestui scop, legislaţia americană se bazează pe trei principii: dreptul de autorizare a pieţelor futures; dreptul de supraveghere a pieţei în scopul prevenirii manipulării acestuia;. interzicerea practicilor de tranzacţionare frauduloase.

Scanned with OKEN Scanner

Piață futures este o bursă care a fost autorizată de către CFTC. Autorizarea se realizează pentru fiecare contract în parte. Aceasta înseamnă ca fiecare contract futures propus de o bursă trebuie aprobat de către CFTC, înainte de începerea tranzacționării acestuia. Altfel spus, o piață futures reprezintă, de fapt, o bursă, care a primit una sau mai multe autorizări contractuale din partea CFTC.

Pentru a fi aprobat, un contract trebuie să îndeplinească simultan mai multe condiții, ce pot fi grupate pe trei domenii supuse cercetării de către CFTC. Aceste domenii sunt:

a) Descrierea pieței spot pentru activul respectiv. Aceasta trebuie să fie în mod continuu liberă şi extinsă, cererea şi oferta nefiind influențate de un grup restrâns de interese. De exemplu, un contract futures cu sulf nu este posibil a fi tranzacționat, deoarece oferta mondială este controlată numai de câțiva mari producători.

b) Clauzele contractului. Acestea trebuie definite detaliat, CFTC analizând, în principal, clauza de calitate, termenele de livrare, modul de cotare şi limitele minime şi maxime de fluctuație a prețului.

c) Scopul economic. Se solicită burselor să demonstreze dacă contractul propus va servi ca bază de identificare a prețului pentru activul respectiv sau dacă va fi tranzacționat în scopuri de acoperire. Se are în vedere existența unui interes comercial larg care nu poate fi acoperit eficient decât prin tranzacționarea contractului futures respectiv.

Piețele futures deja autorizate au obligația să solicite şi să obțină, în avans, aprobarea CFTC pentru eventualele modificări în regulamentele de funcționare şi de a aplica în practică regulamentele deja aprobate de CFTC.

Cu privire la autorizarea piețelor futures este importantă şi reglementarea agenților acestor piețe. Aceştia sunt grupați în mai multe categorii, în funcție de activitatea pe care o desfăşoară în cadrul piețelor futures. Înregistrarea lor de către CFTC sau de către Asociația Națională Futures (NFA) este obligatorie şi reprezintă singura modalitate de a participa nemijlocit pe piețele futures. Aşadar, după atribuțiile pe care le au pe o piață futures, agenții se grupează în şase categorii:

- firmă de brokeraj pentru tranzacțiile futures, persoana fizică sau juridică, care solicită sau acceptă ordine de cumpărare sau de vânzare de contracte futures şi care, în scopul executării acestor ordine, acceptă bani sau alte active de la clienți;
- broker de introducere, persoană fizică sau juridică care solicită sau acceptă ordine de cumpărare sau vânzare de contracte futures, dar care nu acceptă bani sau alte active de la clienți în scopul executării acestor ordine;
- operator de "coş de mărfuri", persoană fizică sau juridică care administrează sau solicită fonduri pentru "un coş de mărfuri" ce reprezintă o activitate în care fondurile provenite de la un număr de persoane sunt unite în scopul tranzacționării de contracte futures pe mărfuri;

Scanned with OKEN Scanner

- consultant pentru tranzacții futures, persoană fizică care în schimbul unei compensații, oferă direct sau indirect consultanță privind tranzacționarea de contracte futures;
- persoană asociată, persoană fizică care solicită ordine de la clienți în numele unor firme de brokeraj, brokeri de introducere etc.;
- broker de incintă, persoană fizică care execută orice tip de ordine de cumpărare sau vânzare pentru orice tip de contract futures, pe orice piață futures, pentru orice altă persoană.

Există unele excepții de la obligația de înregistrare. De exemplu, în cazul persoanei asociate înregistrarea nu este necesară dacă o persoană este înscrisă deja ca broker de introducere, broker de incintă sau firmă de brokeraj.

Prevenirea manipulării pieților futures se impune atunci când se constată o tendință de distorsionare a prețului în beneficiul manipulatorului şi în dauna celorlalți participanți pe piață. În acest caz, prețul nu mai reflectă raportul cerere-ofertă, fapt ce determină o redistribuire a resurselor în favoarea celor ce dețin puterea de monopol şi, o piață inechitabilă care conduce la apariția unor aspecte negative: participarea la piața respectivă este descurajată, se reduce volumul tranzacțiilor, scade lichiditatea pieței.

Piețele futures sunt mai uşor manipulabile decât alte piețe, deoarece contractele futures sunt tranzacționate într-un volum mai mare decât oferta reală existentă pe piața fizică a activului respectiv. Astfel, puterea de monopol se poate obține relativ uşor prin achiziționarea unor poziții considerabile asupra unui activ, atât pe piața futures, cât şi pe piața cash.

Pentru prevenirea şi penalizarea manipulării şi încercărilor de manipulare a pieților futures, în practică se folosesc simultan două pârghii: stabilirea de limite ale pozițiilor în tranzacțiile futures, adică numărul maxim de contracte deținut de un participant pe aceste piețe şi obligativitatea raportării pozițiilor în cazul atingerii şi depăşirii unui anumit nivel.

În legătură cu limitele pozițiilor, două aspecte importante merită menționate.

În primul rând acestea nu sunt aplicabile operațiunilor de hedging. O poziție luată în scop de hedging pe piața futures reprezintă o poziție contrară uneia de pe piața cash deținută de inițiatorul operațiunii şi ca atare, nu reprezintă poziție long sau short nete (este cazul operațiunilor speculative), neafectând prețul activului respectiv. Inițiatorul operațiunii trebuie să demonstreze, în prealabil, scopul de hedging al acesteia. În al doilea rând la aplicarea limitelor, se iau în considerare toate conturile deschise în numele unei persoane, sau în numele mai multor persoane ce acționează concret.

Pentru orice contract futures este stabilit un nivel al pozițiilor, nivel care odată atins sau depăşit trebuie raportat atât bursei unde se tranzacționează contractul, cât şi CFTF, de către firma de brokeraj al cărui client deține poziția respectivă.

Scanned with OKEN Scanner

Interzicerea practicilor frauduloase în bursă are scopul asigurării executării ordinelor clienților în mod corect şi în condițiile competitive ale unei piețe eficiente. Instrumentul folosit pentru atingerea acestui scop este controlul secvențial a ordinelor primite şi al executării acestora, control ce permite să se constate dacă prețurile la care au fost executate ordinele sunt corecte şi competitive. Acest tip de control are la bază mecanismul înregistrării de către brokerii de incintă a etapelor tranzacțiilor, în ordinea strict cronologică a desfăşurării lor. Sunt interzise tipurile de tranzacții frauduloase constatate până în prezent în practica piețelor futures şi anume:

- "tranzacțiile de spălare", adică acele tranzacții de cumpărare şi vânzare pentru acelaşi activ şi aceeaşi lună de livrare executate simultan sau într-un interval de timp foarte scurt de către acelaşi broker cu intenția lichidării reciproce a ordinelor şi creind o activitate artificială a pieței;
- "tranzacțiile de compromis" reprezintă tranzacțiile în care un broker de incintă ce deține un ordin din partea unui client permite altui broker să profite de pe urma acestui ordin, printr-un alt aranjament decât cel al executării tranzacțiilor prin mecanismul de licitații în ringul bursei;
- "tranzacțiile încrucişate" sunt tranzacțiile în care acelaşi broker de incintă compensează un ordin de cumpărare al unui client cu un ordin de vânzare al altui client, neparticipând la mecanismul de licitații din ringul bursei;
- "vânzările fictive" sunt considerate orice tranzacție care nu este executată în mod deschis şi competitiv în incinta bursei.

De asemenea, sunt interzise tranzacțiile futures pentru care brokerii beneficiază în avans de o informație non-publică referitoare la activitățile oricărui agent al acestor piețe şi obținută ca urmare a unor relații confidențiale. O informație non-publică este considerată orice informație care nu a fost propagată prin canalele de distribuție recunoscute, astfel încât să devină disponibilă publicului interesat.

Cu privire la reglementarea piețelor futures se ridică o serie de probleme. Alan Greenspan, preşedintele Rezervelor Federale ale Statelor Unite (banca centrală a S.U.A.) a afirmat într-o depoziție în fața subcomitetului pentru energie a Camerei S.U.A.că "rapida creştere a piețelor futures indică faptul că aceste instrumente vin în întâmpinarea unei necesități fundamentale în sistemul financiar"[1].

Piețele evoluează atât de rapid, încât este prematur să se încerce introducerea unor reglementări care pot deveni depăşite înainte de a fi promulgate. Nu este vorba doar de un anumit set de concepte financiare care au devenit peste noapte pasiunea temporară a multor oameni, ci sunt capacități fundamentale, la un preț accesibil, de dispersie şi de reducere a riscului.

---

[1] "*Produse bursiere derivate*", Info BMMC, Editat de Bursa Maritimă şi Mărfuri Constanta, Nr.2/1994

Scanned with OKEN Scanner

În prezent se dezbat, o serie de probleme care privesc tranzacționarea computerizată, tranzacționarea duală, controlul secvențial şi internaționalizarea pieţelor futures. Tranzacționarea computerizată tinde să ia locul licitației prin strigare care reprezintă sistemul tradițional de tranzacționare a contractelor futures.

Progresele înregistrate în domeniile telecomunicațiilor şi computerizării fac posibilă tranzacționarea prin computer a acestor contracte. Avantajele scontate oferite de computerizarea activității bursiere constau în reducerea costurilor tranzacțiilor, derularea tranzacțiilor în mod neîntrerupt pe parcursul a 24 ore, supravegherea mai corectă şi eficientă a acestor pieţe.

Tranzacționarea duală este practica prin care brokerilor de incintă le este permis să desfăşoare tanzacții atât în numele şi contul clienților cât şi în nume şi pe cont propriu. Deşi această practică poate crea un conflict de interese pentru un broker, ea este permisă deoarece contribuie la creşterea lichidității pieţelor futures. Problema care se ridică în cazul acestor tranzacții şi care trebuie reglementată este aceea a prevenirii abuzurilor din activitatea brokerilor. Această practică a fost supusă unor atacuri susținute, argumentându-se că brokerii de incintă îşi favorizează propriile conturi în dauna conturilor clienților, în timp ce sistemele de control secvențial adoptate de burse nu sunt destul de precise pentru a permite reconstituirea completă a tranzacțiilor.

Tranzacționarea pe pieţele futures a devenit o activitate internațională determinată în principal de progresele uriaşe înregistrate în transmiterea şi stocarea informațiilor. Datorită acestui proces de internaționalizare a activității de tranzacționare pe pieţele futures, politica unei țări privind reglementarea acestor pieţe influențează activitatea pe pieţele din alte țări. Deci, apare necesitatea armonizării pe plan internațional a cadrului juridic de desfăşurare a activității pieţelor futures.

3. Conținutul contractului futures

Contractul futures este un acord de voință dintre un vânzător, numit "short", şi un cumpărător, numit "long", prin care vânzătorul se angajează să livreze cumpărătorului o cantitate standardizată dintr-un anumit activ (marfă, valută, obligațiune, indice bursier, etc.) în cantitatea specificată în contract, la o dată fixată în viitor şi la un preț stabilit în momentul semnării contractului.

Interesul operatorilor pentru contracte futures va creşte cu timpul, deoarece tranzacționarea acestora permite nu doar acoperirea unor riscuri de piață, ci şi posibilitatea realizării unor profituri cu caracter speculativ din anticipări de curs sau ca urmare a diferențelor de cotare existente pe diferite pieţe. Deci, logica operațiunilor pe pieţele futures se bazează pe constatarea unei diferențe de preț între două momente: la vedere (cash sau spot) şi la termen (futures). Într-o situație de stabilitate economică perfectă nu există justificare pentru pieţele futures. Produsele financiare aferente se datorează stărilor de instabilitate, caracteristice economiei de piață.

Scanned with OKEN Scanner

Principalele caracteristici ale contractelor futures sunt standardizarea, marcarea la piață şi prețul futures.

1) În cazul unui contract futures, condițiile contractuale sunt *standardizate* în ceea ce priveşte natura activului de bază (o marfă de o anumită calitate, o anumită valută etc.) şi cantitatea contractată numită şi unitate de tranzacții (de exemplu, 500 busheli, 10000 barili, etc.).

Toate contractele futures pe acelaşi activ standardizat formează un gen de contracte futures. De exemplu, contractele pe grâu negociate în cadrul unei burse formează genul denumit grâu futures.

Totodată, fiecare contract futures are un anumit termen de executare, mai precis o lună în care urmează să aibă loc lichidarea. Lunile de livrare sunt prestabilite şi cotează la bursă, iar contractele pe un anumit activ cu aceeaşi scadență formează o specie a contractului pe acel activ. De exemplu, contractele pe grâu cu scadență în mai formează specia grâu futures mai.

Prin urmare, când vorbim de contractul futures avem în vedere mulțimea contractelor de un anumit gen şi care au o anumită lună de livrare. Aceste contracte sunt reciproc substituite deoarece obiectul este un activ omogen din punct de vedere calitativ, definit în mod unitar în termeni cantitativi având aceeaşi scadență ele sunt contracte standardizate.

Fiind caracteristica - cheie a contractelor futures, standardizarea a determinat şi celelalte particularități ce individualizează contractele futures. Standardizarea a determinat: centralizarea negocierii acestor contracte în cadrul burselor; facilitarea lichidării tranzacțiilor şi formarea prețurilor corecte pentru activele respective; tranzacționarea contractelor futures în scopuri de hedging (acoperirea riscului de preț de pe piața fizică) sau în scopuri speculative şi mai puțin în scopul livrării/acceptării activului respectiv; depersonalizarea îndeplinirii obligațiilor contractuale prin interpunerea casei de compensație ca parte a tuturor tranzacțiilor futures, reducând astfel la minimum riscul de neexecutare a contractului; scăderea accentuată a costurilor tranzacțiilor futures.

Deoarece prețul contractului futures variază zilnic în funcție de condițiile pieței, valoarea contractului (dată de produsul dintre prețul unitar şi unitatea de tranziție) nu mai este fixă, ci variabilă.

2) Una din caracteristicile definitorii ale contractului futures constă în actualizarea sau "marcarea la piața zilnică", astfel încât pierderile uneia din părțile contractante sunt transferate sub forma de profiturilor celeilalte părți.

Dacă valoarea contractului creşte, cumpărătorul (deținător al unei poziții long) primeşte în contul său la broker o sumă corespunzătoare profitului virtual al contractului, dacă valoarea scade, se deduce din acel cont o anumită sumă ce reprezintă pierderea virtuală. Simetric, dacă prețul scade, deci se reduce valoarea contractului, deținătorul unei poziții short (vânzătorul) beneficiază de profitul virtual, în schimb la o creştere a valorii contractului, vânzătorul suferă o pierdere virtuală, sumă ce se deduce din contul său.

Scanned with OKEN Scanner

Practic, contractul futures apare ca un şir de contracte forward, fiecare fiind lichidat şi înlocuit cu alt contract care are un preţ egal cu preţul zilei curente.

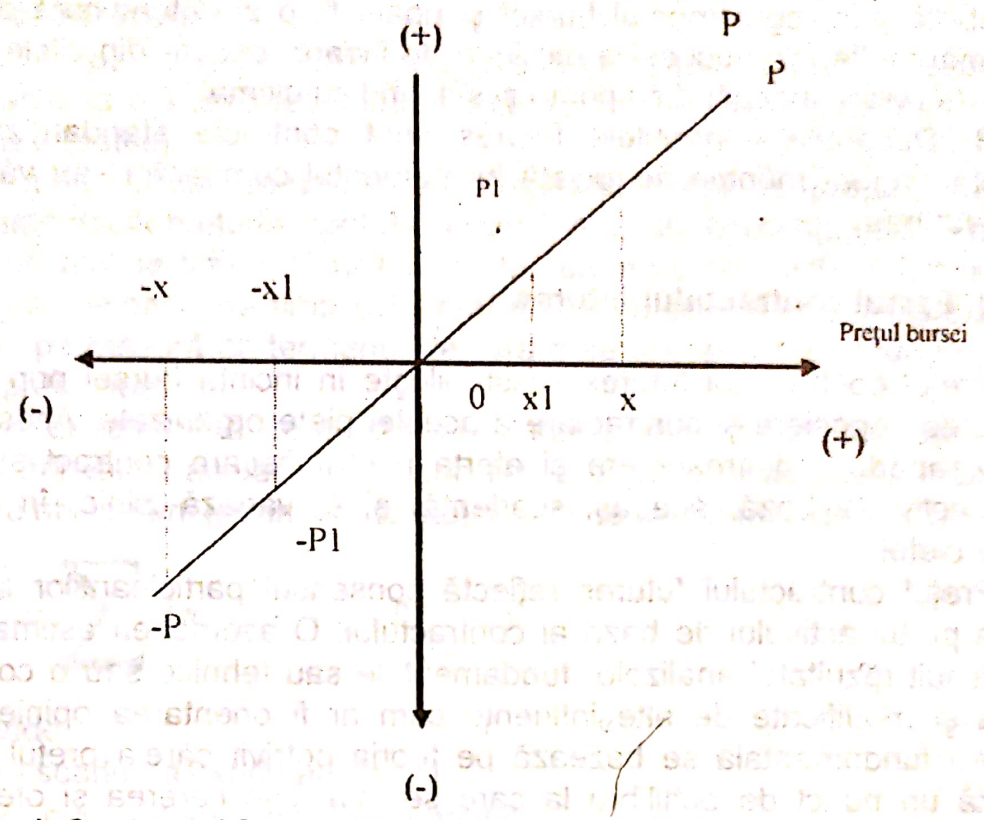


Fig.1. Contractul futures. Determinarea valorii şi a rezultatului virtual

. În figura de mai sus, punctul 0 de pe grafic indică preţul din contract (preţul futures). Pe ordonată este înscrisă valoarea contractului [(+) profit, (-) pierdere], iar pe abscisă se înscrie mişcarea preţului activului suport [(+) creştere, (-) scădere], pe durata de viaţă a contractului.

Dacă în perioada (t_0, t_1) preţul contractului futures creşte de la 0 la x_1, valoarea contractului creşte de la 0 la P_1, profitul cumpărătorului (deţinător al contractului) apare indicat pe grafic prin mărimea x_1P_1.

Dimpotrivă dacă în aceeaşi perioadă preţul scade la x_1, cumpărătorul înregistrează o pierdere de $0-x_1$, iar valoarea contractului scade de la 0 la P_1.

Cum în perioada (t_0, t_n), t_n fiind scadenţa contractului, preţul curent al activului pe piaţă se poate situa oriunde pe abscisă în intervalul (-x, +x)ţ, rezultatul virtual al contractului futures se situează pe dreapta (-P, P).

Dacă preţul bursei se situează în intervalul (0, x), cumpărătorul câştigă şi, vânzătorul pierde, iar în intervalul (-x, 0), vânzătorul câştigă şi cumpărătorul pierde. Această modalitate este însă puţin practicată; sub 2% din contracte se execută prin livrarea efectivă a activului. A doua constă în efectuarea unei operaţiuni în sensul invers operaţiunii iniţiale: vânzătorul cumpără un contract iar cumpărătorul vinde un contract pentru aceeaşi scadenţă. Această operaţiune se numeşte compensare şi se realizează prin intermediul unei case de compensaţie.

Scanned with OKEN Scanner

Operatorii (vânzătorii şi cumpărătorii) care îşi menţin poziţiile deschise trebuie să facă executarea în natură a contractului la data livrării. Această dată este stabilită prin regulamentul bursei şi poate fi: o zi determinată din luna de livrare; mai multe zile succesive din luna de livrare; oricare din zilele lucrătoare din luna de livrare începând cu prima şi sfârşind cu ultima.

3. Deoarece contractele futures sunt contracte standardizate, preţul reprezintă singura mărime negociată în momentul cumpărării sau vânzării unui contract futures.

4. Preţul contractului futures

Preţul contractului futures se stabileşte în incinta bursei prin procedura specifică de negociere şi contractare a acestei pieţe organizate. Acest preţ este expresia raportului dintre cerere şi oferta pentru fiecare contract standardizat (acelaşi activ de bază, aceeaşi scadenţă) şi el variază zilnic, în funcţie de condiţiile pieţei.

Preţul contractului futures reflectă consensul participanţilor la piaţă cu privire la preţul activului de bază al contractului. O asemenea estimare este în mod obişnuit rezultatul analizelor fundamentale sau tehnice sau o combinare a acestora şi modificate de alte influenţe cum ar fi orientarea opiniei publice[1]. Abordarea fundamentală se bazează pe teoria potrivit căreia preţul unui activ reprezintă un punct de echilibru la care se întâlnesc cererea şi oferta pentru activul respectiv. Abordarea tehnică are la bază teoria potrivit căreia preţurile curente pot fi previzionate prin analiza mişcării istorice a preţului şi a situaţiei concrete pe piaţă.

Oferta şi cererea pentru activul de bază al contractului futures trebuie să fie relativ mari, iar preţul nu trebuie să fie determinat de factori subiectivi, precum interese de monopol sau guvernamentale. De asemenea, preţul activului trebuie să fluctueze. Preturile stabile pe o perioadă îndelungată nu oferă un stimulent pentru speculatori şi hedgeri pe pieţele respective.

Cu privire la preţurile unui contract futures, bursa, ca instituţie oferă informaţiile:

- Preţul de deschidere (open) - este preţul primei strigări sau preţul de închidere (de lichidare) din ziua precedentă
- Preţul maxim al zilei (high) - este cel mai mare preţ strigat în cursul şedinţe din ziua respectivă.
- Preţul minim al zilei (low) - este cel mai mic preţ strigat în cursul şedinţei din ziua respectivă.
- Preţul de lichidare sau regularizare (settle) - este de regulă cel mai mare preţ la care s-a încheiat un contract, sau preţul stabilit de bursă (o comisie specială de cotare) în functie de preţurile agreate şi volumul contractelor încheiate.

---

[1] Commodity Trading Manual, Education and Marketing Service Depratament of the Chicago Board of trade, Chicago, 1989, p.24

Scanned with OKEN Scanner

- Variația dintre prețul de lichidare din ziua respectivă şi prețul de lichidare din ziua precedentă (change) - este diferența (pozitivă sau negativă) care se operează în marje.
- Prețurile de sinteză din anul respectiv (pe întreaga perioadă de tranzacționare a contractului futures) sunt cel mai mare şi cel mai mic preț de lichidare (settle).

În mod normal, ca urmare a observațiilor empirice, prețurile futures sunt mai mari decât prețurile spot (la vedere). Această diferență este în mare parte determinată de timpul rămas până la scadența contractului futures. Cu cât această perioadă de timp este mai mare, cu atât diferența este mai mare. Astfel, pe măsură ce termenul de livrare se apropie, prețul futures converge spre prețul spot.

Prețul futures a contractelor cu instrumente financiare este rezultatul însumării valorii actualizate a cash-flow-ului generat de acesta[1]. De exemplu pentru obligațiuni garantate de stat relația de calcul este următoarea:

$$C = \sum_{j=1}^{n} [\pi_j /(1+i)^j] + R/(1+i)^n$$

unde:

n - scadența exprimată în ani;

πj - cuponul adus de titlul în anul j;

i - rata anuală a dobânzii (fixă);

R - valoarea de rambursat;

C - prețul futures.

Pornind de la această relație, se constată că prețul futures (C) variază în sens invers ratei dobânzii i.

Investitorii se confruntă în cazul variației ratei dobânzii, cu un risc de reducere a valorii activului, dacă dobânda creşte sau un risc de creştere, dacă dobânda scade. Aceasta în cazul vânzării activului financiar suport înainte de scadență. Cei ce se împrumută se confruntă, la rândul lor, cu un risc de variație a veniturilor.

Variația minimă de preț sau pasul de cotație evidențiază nivelul minim admis al diferenței de preț la o nouă ofertă în bursă şi poartă denumirea de "tick".

Pe durata de viață a contractului futures, prețul fluctuează în funcție de rata dobânzii la activul financiar. Când dobânda creşte, prețul contractului scade şi invers, când dobânda scade, prețul contractului creşte. La expirare contractul va avea un preț corespunzător dobânzii egale cu dobânda de pe piața activului financiar suport la data respectivă.

---

[1] Jean-Marc Siroen - ***Finances Internationales***, Armand Colin, Paris, 1993

Scanned with OKEN Scanner

1.5. GLOBALIZAREA PIEȚELOR FINANCIARE

Asist. drd. Ovidiu STOICA

în prezent, piețele financiare dezvoltate sunt mai integrate şi mai interdependente ca în urmă cu 10-15 ani. Măsuri luate de diferite țări în scopul dezvoltării şi creşterii eficienței sistemelor lor financiare, cum ar fi deschiderea piețelor financiare naționale investitorilor străini, încurajarea concurenței şi liberalizarea piețelor bursiere, renunțarea totală sau parțială la măsurile de control valutar, au contribuit şi la creşterea internaționalizării piețelor financiare.[1]

Dezvoltarea investitorilor instituționali şi implicarea lor pe scară tot mai largă în investiții de portofoliu în străinătate (tabelul nr.1) în dorința diversificării plasamentelor, folosirea generalizată a tehnologiilor moderne de comunicații şi de calcul au desăvârşit acest proces. Viteza cu care volatilitatea cursurilor bursiere se poate transmite între diferite piețe financiare naționale nu a mai surprins pe nimeni cu ocazia crizei financiare mondiale din octombrie 1987. Un bun exemplu în acest sens este şi criza financiară internațională din 1996-1997.

Tabelul nr.1 Structura acționariatului pe principalele piețe de acțiuni la 31 decembrie 1993

Piața	Capitaliz. (% PIB)	Structura acționariatului (%)					
		Investit. Străini	Investitori Naționali				
			Particulari	Fd.mutuale	Stat	întrepr.	Inst.fin
New York	86	5.5	38.9	36	-	10.7	8.9
Tokio	79	6.3	20.7	11.2	-	32.2	29.6
Londra	108	13	20	38.5	1.2	3.3	24
Paris	35	31.9	31.7	13.7	5.9	12.5	4.3
Frankfurt	25	18.7	18.4	3.3	6	41.7	11.9
Milano	11	15.8	16.9	2.3	37.9	14.2	12.9
Hong Kong	433	47	15	-	-	26	12

Sursa: Gallois, M.- ***La bourse***, Marabout, Paris, 1995, p.74.

Libera circulație a capitalurilor între țări a fost primul pas spre internaționalizarea piețelor financiare, iar măsurile de eliminare a restricțiilor de acest gen din legislațiile naționale au fost luate în multe cazuri la începutul anilor '80. Libertatea mişcărilor de capital pe plan internațional a deschis noi posibilități agenților economici pentru arbitrajul între piețele financiare naționale. în condițiile renunțării la cursurile de schimb fixe între monedele diferitelor țări şi trecerii la

[1] Bisignano, J. - ***The Internationalisation of Financial Markets: Measurement, Benefits and Unexpected Interdependence***, Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France, no. 43, 1994, p. 9.

Scanned with OKEN Scanner

flotarea acestora, datorită creşterii volatilităţii cursurilor s-a resimţit nevoia acoperirii riscurilor (în special din investiţiile internaţionale) cu ajutorul instrumentelor financiare derivate. Reducerea rolului sistemului bancar în finanţarea întreprinderilor prin dezvoltarea pieţei titlurilor de valoare (trecerea de la o finanţare indirectă la una directă), valul masiv de privatizări din economiile occidentale ce a încurajat creşterea pieţei financiare, dezvoltarea fondurilor de investiţii şi internaţionalizarea investiţiilor financiare, sunt doar câteva din schimbările care au afectat şi structura sistemului financiar internaţional, adaptându-l *tendinţelor de globalizare a pieţelor financiare.*

Conform unei definiţii[1], *globalizare* înseamnă integrarea pieţelor financiare din întreaga lume într-o piaţă financiară internaţională.

Internaţionalizarea pieţelor financiare trebuie privită în contextul evoluţiilor care au loc în economia mondială, în conexiune cu procesele şi fenomenele economice, cu creşterea interdependenţelor dintre economiile naţionale, ţinând cont de cooperarea în producţie dintre firme situate în ţări diferite şi de amplificarea comerţului internaţional.

Dezvoltarea internaţionalizării pieţelor este stimulată de integrarea economică regională, ca şi de revoluţia în domeniul informaticii şi telecomunicaţiilor, al căror progres s-a reflectat benefic şi asupra dinamizării fluxurilor de capital.

În ultimul deceniu, comerţul a crescut de două ori mai repede ca producţia, iar investiţiile străine directe, de trei ori mai repede. Mai multe economii şi-au deschis pieţele către capitalurile străine. Pe piaţa globală de capital, mari sume de bani trec graniţa printr-o simplă apăsare de buton; zilnic, pe piaţa valutară se schimbă peste 1.300 miliarde de dolari[2]. Tranzacţiile internaţionale cu acţiuni şi obligaţiuni au crescut de la 3% din PIB al SUA în 1970, la 136% în 1995.

Poate pentru prima dată, crahul bursier internaţional din octombrie 1987 a atras atenţia asupra *interdependenţei tot mai accentuate între pieţele financiare naţionale*. şi aceasta deşi statisticile arată un proces care începuse deja de câţiva ani: dezvoltarea fluxurilor internaţionale de capital, într-un ritm accelerat. Dacă fluxurile brute comerciale între Europa, SUA şi Japonia au crescut, în medie, din 1980, cu 8% pe an, fluxurile brute de capital au crescut în aceeaşi perioadă cu 54% pe an[3] (figura nr. 1).

---

[1] Fabozzi, F.; Modigliani, F.; Ferri, M.- ***Foundations of financial markets and institutions***, Prentice Hall International, London, 1994, p. 8.

[2] *** - ***The hitchhicker's guide to cybernomics***, The Economist, september 28-october 4, 1996, p.4.

[3] Giry-Deloison, Ph.; Masson, Ph., ***Vers un marche financier mondial: les rouages de la globalisation***, La Revue Banque, no. 485, 1988, p.725, 727.

Scanned with OKEN Scanner

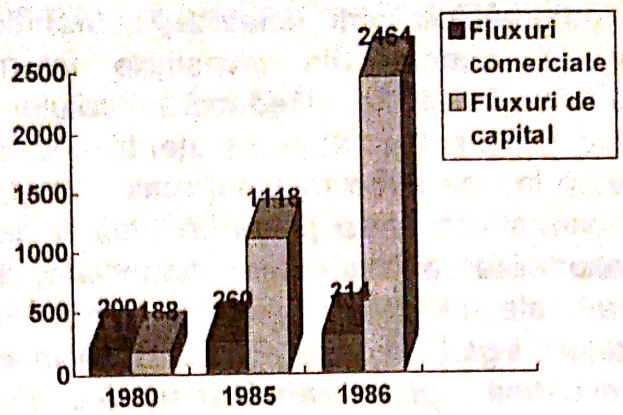


Fig.1. Creşterea fluxurilor brute comerciale şi a fluxurilor brute de capital (vânzări/cumpărări de titluri) între Europa, SUA şi Japonia, în miliarde USD.

Trebuie remarcat însă că *gradul de globalizare* este diferit, în funcţie de produsele financiare avute în vedere: pe termen scurt sau pe termen lung, valute, obligaţiuni sau acţiuni, etc.

În cazul pieţei capitalurilor pe termen scurt şi al pieţei valutare, datorită lichidităţii şi concurenţei mari precum şi a riscurilor scăzute şi a simplităţii instrumentelor - comparativ cu celelalte pieţe avute în vedere - se constată legătura cea mai puternică.

Pe al doilea plan, al pieţei obligaţiunilor, procesul de globalizare s-a dezvoltat preponderent la nivelul pieţei primare, pe măsura emisiunilor internaţionale de obligaţiuni. La nivelul pieţei secundare, legăturile sunt încă nesemnificative - comparativ cu dimensiunile pieţei - având în vedere că în mod tradiţional asemenea pieţe sunt de regulă mai izolate.

În sfârşit, pe un al treilea nivel se află piaţa acţiunilor, unde tendinţa de globalizare, deşi există, incontestabil, nu se manifestă la fel de pregnant, datorită unor cauze obiective, atât la nivelul investitorului, cât şi al emitentului.[1]

La nivelul investitorului, se au în vedere complicaţiile generate de gestiunea unui portofoliu internaţional de acţiuni, în ceea ce priveşte:

- evaluarea mai dificilă şi mai costisitoare a acţiunilor străine;
- calitatea diferită a informaţiilor financiare oferite de firme din ţări diferite şi dificultăţile generate în compararea acestor informaţii;
- inexistenţa unui sistem internaţional de compensare pentru tranzacţiile cu acţiuni;
- riscul valutar presupus de utilizarea a diferite valute şi costurile presupuse de gestiunea/acoperirea acestui risc.

Din punct de vedere al emitentului, emisiunile internaţionale de acţiuni sunt mai complexe decât cele de obligaţiuni, dacă avem în vedere, de exemplu, că:

---

[1] Giry-Deloison, Ph.; Masson, Ph., ***Vers un marché financier mondial: les rouages de la globalisation***, La Revue Banque, no. 485, 1988, p.727.

Scanned with OKEN Scanner

- pot apărea probleme de control asupra managementului firmei de către investitorii străini;
- este dificilă emisiunea de acțiuni pe piețe străine, la un preț diferit de cel de pe piața de origine, ținând cont de caracterul fungibil al acțiunilor și, în consecință, ar fi necesară crearea unei noi clase de acțiuni.

O altă dimensiune a globalizării piețelor financiare este dată și de *originea participanților*. Dacă avem în vedere aceasta, constatăm implicarea masivă a americanilor în emisiunile internaționale. De asemeni, *talia investitorilor instituționali* este importantă și ierarhizarea ar fi aceeași: pe primul loc fondurile de investiții și de pensii și societățile de asigurări americane, pe locul al doilea cele japoneze și abia pe al treilea loc investitorii instituționali europeni. Același lucru se poate constata în privința intermediarilor financiari: Merril Lynch, Salomon Brothers, Daiwa Securities sau Nomura Securities reprezintă coloși cu care intermediarii europeni nu se pot compara.

O dovadă a internaționalizării proprietății titlurilor de valoare și a vocației internaționale a pieței londoneze, este faptul că 16% din titluri erau în proprietatea investitorilor străini în 1994, față de doar 7% în 1963. [1] Același lucru arată statisticile și în cazul SUA:

Tabelul nr.2 Tranzacțiile cu acțiuni efectuate de investitorii străini pe piața SUA.

milioane USD

Anul	Tranzacții cu acțiunile firmelor americane			Tranzacții cu acțiunile firmelor străine		
	Cumpărările străinilor de la americani	Vânzările străinilor către americani	Flux net de capital	Cumpărările străinilor de la americani	Vânzările străinilor către americani	Flux net de capital
1985	81.995	70.054	4.941	20.861	24.803	-3.942
1990	173.293	188.419	-15.126	122.641	131.863	-9.222
1991	211.207	200.116	11.091	120.598	152.565	-31.967
1992	221.367	226.505	-5.106	150.051	182.310	-32.259
1993	319.728	298.145	21.583	245.527	308.857	-63.340
9 luni 1994	270.471	264.640	5.781	303.601	338.415	-34.814

Sursa: New York Stock Exchange Fact Book, 1994 Data, preluat după Dardac, N.; Basno, C., ***Bursele de valori. Dimensiuni și rezonanțe social-economice***, Ed. Economică, București, 1997, p.206.

Din punct de vedere statistic, măsură a internaționalizării piețelor financiare o reprezintă și *ponderea investițiilor internaționale* (în special de portofoliu) în PIB:

[1] Brett, M., ***How to read the Financial Pages***, Century Business, 4 ed., 1995, p.99.

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul nr. 3 Ponderea investițiilor internaționale în PIB (în procente).

procente PIB

țara	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1992
SUA							
Investiții directe	n.d.	n.d.	13.6	9.4	11.2	11.5	11.0
Investiții de portofoliu	n.d.	n.d.	2.2	2.8	4.2	5.2	5.4
Japonia							
Investiții directe	0,7	1,6	1.7	3.2	6.8	6.9	6.7
Investiții de portofoliu	0,1	0,8	1.8	10.7	19.0	18.7	17.7
Germania							
Investiții directe	1,9	2,3	3.1	4.3	6.1	6.4	6.9
Investiții de portofoliu	2,4	1,5	1.9	5.9	11.6	11.5	12.6
Marea Britanie							
Investiții directe	12,5	11,2	13.7	19.4	21.3	22.6	-
Investiții de portofoliu	10,3	5.9	7.9	27.8	32.9	41.6	-
Canada							
Investiții directe	6,8	5.8	8.3	11.3	13.1	14.0	14.4
Investiții de portofoliu	3,1	2.4	2.7	4.0	5.2	5.9	6.7

Sursa: Bisignano, J. - ***The Internationalisation of Financial Markets: Measurement, Benefits and Unexpected Interdependence***, Cahiers Economiques et Monétaires, Banque de France, no. 43, 1994, p. 24.

Şi *numărul de acțiuni străine cotate* la principalele burse de valori din lume a crescut în ultimii ani, după cum se poate vedea din figura nr.2.

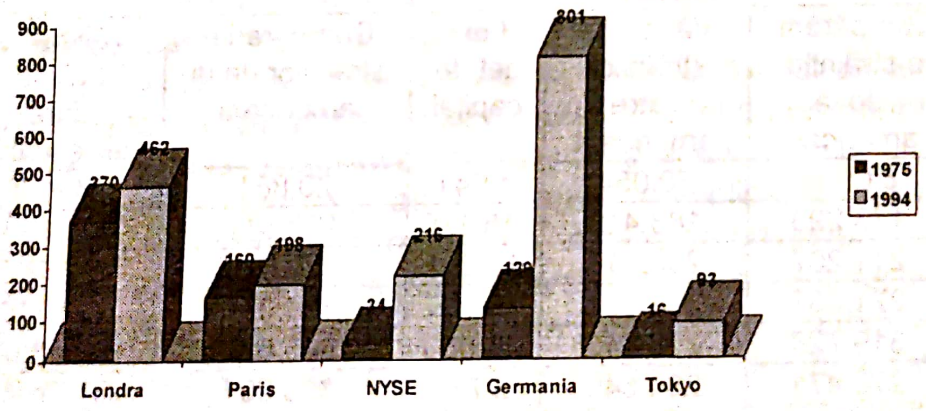


Fig. 2 Evoluția numărului de acțiuni străine cotate pe principalele burse de valori
Sursa: Lamy, P.- ***Les bourses de valeurs***, Economica, Paris, 1995, p.39.

Tendința de internaționalizare a burselor de valori şi de dezvoltare a unei piețe financiare globale poate avea însă şi *consecințe negative.* Gradul redus de reglementare a pieței internaționale măreşte oportunitățile de speculații[1] şi poate afecta astfel şi stabilitatea piețelor naționale de capital.

[1] Popa, I.- ***Bursa***, vol. II, Adevărul, Bucureşti, 1994, p.234.

Scanned with OKEN Scanner

1.6. SISTEME DE SUPRAVEGHERE A PIEȚELOR FINANCIARE

Asist. drd. Ovidiu STOICA

Problema *informațiilor confidențiale* ocupă un loc aparte între preocupările autorităților de supraveghere a pieței bursiere din orice țară. în România, Legea 52/1994 privind valorile mobiliare şi bursele de valori le defineşte în art. 2 lit. q, ca fiind "informații de orice natură privitoare la un emitent sau la oricare dintre valorile mobiliare emise de acesta, inaccesibile publicului sau care nu au devenit încă publice şi a căror divulgare ar putea influența prețul sau alte aspecte ale tranzacțiilor cu valori mobiliare ale emitentului sau ale societăților comerciale asociate ori ale celor în care emitentul deține o poziție majoritară." *Informațiile privilegiate*[1] sunt informații de orice natură privitoare la un emitent sau la oricare dintre valorile mobiliare emise de acesta, care nu sunt cunoscute publicului şi sunt susceptibile de a afecta decizia unui investitor rezonabil, persoanele inițiate fiind ținute a nu le divulga şi nici exploata în mod direct sau indirect, personal sau prin interpuşi. Folosirea acestor informații în realizarea de operațiuni bursiere este interzisă, iar încălcarea acestei prevederi este sancționată în majoritatea țărilor, intrând sub incidența Codului Civil sau a Codului Penal, după caz.

Organismele de supraveghere a pieței au sarcina de a cerceta dacă există persoane ce beneficiază de informații privilegiate (aşa numiții "inițiați") ştiut fiind că folosirea lor poate aduce mari profituri. Acesta este dealtfel unul din paradoxurile bursei: cunoaşterea realității înaintea "pieței" este sursă de profit, dar informația confidențială este teoretic inexploatabilă. [2]

Cu toate măsurile luate se consideră că prevederile legii sunt încălcate *sistematic* în toate țările lumii, situația preocupând autoritățile bursiere, întrucât abundența delictelor "inițiaților" apropie unele piețe financiare de situația unor simple cazinouri, incapabile de o alocare eficientă a resurselor[3]. De exemplu, Michel Durand afirmă că "Bursa din Paris rămâne, în mare măsură o piață a unor inițiați, bine informați atât asupra evenimentelor curente, cât şi asupra operațiunilor excepționale. în cazul celor din urmă, este izbitor să constați modul cum cotările bursiere reacționează dinainte şi cu o clarviziune care rareori greşeşte".

Strânsa legătură bănci - firme - bursă (reprezentanții băncilor sunt membri în consiliile de administrație ale unor mari societăți, sau societățile de investiții organizate de către bănci dețin în portofoliu un număr mare din acțiunile unor firme) face şi mai uşoară circulația informațiilor confidențiale. Un caz tipic:

---

[1] Legea nr. 52/1994 ***privind valorile mobiliare şi bursele de valori***, M.O. 210, 11 august 1994, art.2 lit. r.

[2] Gélidon, A. - ***La bourse, marché financier ou casino?*** Sirey, Paris, 1991, p. 199

[3] ***Themes du septieme Congres annuel de la European Economic Association***, Bulletin du FMI, no. 20, 1992, p. 323.

Scanned with OKEN Scanner

preţurile acţiunilor unei societăţi care a anunţat dividende mari, pot scădea în loc să crească, întrucât preţul reflectase deja această informaţie - cei "iniţiaţi", care hotărâseră să voteze mărirea dividendelor, au achiziţionat din timp acţiuni, la cursuri mai mici, vânzându-le acum pentru a-şi materializa câştigul din diferenţa de curs[1].

Iată şi un exemplu real, elocvent în ceea ce priveşte mărimea profiturilor posibil de obţinut. Franz Steinkühler, liderul sindicatului IGMetal, membru în consiliul de administraţie la concernul Daimler-Benz, a cumpărat între 18 martie şi 1 aprilie 1993, 2.100 acţiuni ale firmei Mercedes. Pe 2 aprilie, în şedinţa consiliului de administraţie s-a hotărât fuzionarea firmei Daimler-Benz cu Mercedes-Holding. în urma publicării acestei hotărâri, cursul acţiunilor Mercedes a crescut de la 84,50 la 575 mărci!

O sursă de profit deloc neglijabilă sunt şi informaţiile deţinute de persoane considerate insider trading. Termenul de *insider trading* desemnează (persoana şi) practica - sancţionată de lege - obţinerii de profituri prin folosirea de către agenţi de valori mobiliare sau societăţi de valori mobiliare în interes propriu a informaţiilor primite de la clienţi, la care au avut acces în exercitarea profesiunii.

Represiunea nesatisfăcătoare a delictelor iniţiaţilor a dus la înmulţirea numărului acestora. Există însă şi *alte cauze* ale dezvoltării acestui gen de delicte bursiere, legate mai ales de profundele transformări suferite de pieţele financiare în ultimii ani:

- dezvoltarea formelor de plasament colectiv în valori mobiliare;
- apariţia titlurilor financiare derivate şi a altor valori mobiliare;
- multiplicarea volumului tranzacţiilor.

Nu este mai puţin adevărat că şi imprecizia textelor legislative a avut o anume contribuţie la dezvoltarea unor asemenea fenomene[2].

De aceea, se consideră că *lista delictelor bursiere* pasibile de pedeapsă *ar trebui extinsă* şi ar trebui să includă de exemplu şi violarea dispoziţiilor referitoare la informarea continuă furnizată de către societăţile cotate la bursă. Ar trebui ţinut cont şi de faptul că un număr mare de tranzacţii cu valori mobiliare se desfăşoară în afara bursei, pe pieţe nereglementate şi că au apărut pieţele bursiere electronice reglementate. Nu trebuie uitat nici faptul că şi produsele derivate standardizate având ca activ suport produse primare pot fi avantajoase (inclusiv prin existenţa efectului de levier) pentru cei ce intenţionează să folosească informaţiile confidenţiale[3], fapt uneori ignorat de autorităţile abilitate să supravegheze piaţa.

În **SUA**, prin *Securities Act* din 1933 (*Legea Valorilor Mobiliare*), funcţia de supraveghere a pieţei financiare a fost încredinţată către *The Securities and Exchange Commission*, SEC (*Comisia pentru Valori Mobiliare şi Operaţiuni*

---

[1] Perlo, V. - ***Imperiul marii finanţe***, Ed. Politică, Bucureşti, 1958, p. 84

[2] Renucci, J. F.- ***Le délit d'initié***, PUF, Paris, 1995, p. 6.

[3] Hertig, G.- ***La repression des délits boursiers internationaux***, Bulletin Joly, Bourse et produits financiers, avril 1994, p. 113.

Scanned with OKEN Scanner

Bursiere), un veritabil "jandarm" al bursei, a cărui activitate şi eficienţă este apreciată în toată lumea şi modelul urmat în multe ţări. Creată pentru protecţia investitorilor traumatizaţi de criza din 1929, pe parcursul existenţei sale SEC a reuşit să contribuie la dezvoltarea pieţei financiare americane, asigurând climatul de *transparenţă şi legalitate* necesar.

În cadrul sistemului de supraveghere a pieţei financiare din SUA remarcăm şi prezenţa băncii centrale, *Federal Reserve System* (FED), nu numai pentru activităţile cu caracter bancar, ci şi în domeniul bursier (de exemplu, hotărăşte, în cazul tranzacţiilor cu credit/în marjă, mărimea marjei iniţiale şi a celei permanente, sau este implicată în supravegherea dealerilor primari).

Puterile de reglementare şi supraveghere ale SEC se întind şi asupra fondurilor mutuale, urmărindu-se protejarea investitorilor împotriva practicilor frauduloase ale managerilor fondurilor şi *îmbunătăţirea calităţii informaţiilor* accesibile participanţilor la piaţă.

În afara participanţilor direcţi la procesul de supraveghere a pieţei, enumeraţi mai sus, SEC contează şi pe ajutorul burselor de valori şi al NASD, *National Association of Securities Dealers* (*Asociaţia Naţională a Dealerilor de Valori Mobiliare*) în calitare de organism cu auto-reglementare (SRO), în demersul de supraveghere a intermediarilor şi a tranzacţiilor. Motivaţia acestora este întărită şi de "spectrul unei implicări mai aprofundate a SEC în operaţiunile zilnice", "ameninţare" suficientă pentru a încuraja o auto-reglementare mai puternică[2].

În domeniul pieţelor futures, autoritatea regulatoare este *Commodity Futures Trading Commission* - CFTC - (*Comisia pentru Negocierea contractelor Futures pe Mărfuri*), care în ciuda denumirii restrictive, ("pe mărfuri"), se ocupă de toate tranzacţiile cu contracte futures şi de tranzacţiile cu opţiuni în care activul suport este un contract futures. Atribuţiile de reglementare în cazul opţiunilor având drept activ suport o acţiune sau un indice bursier intră în competenţa SEC. Această departajare a generat şi anumite divergenţe între cele două Comisii în privinţa responsabilităţilor care le revin, mai ales după crahul bursier din octombrie 1987 şi după ce investigaţiile FBI au descoperit abuzuri majore ale intermediarilor bursieri la două din cele mai mari burse de contracte futures.

CFTC monitorizează piaţa futures urmărind în primul rând prevenirea manipulării pieţei, supraveghind şi respectarea regulilor şi regulamentelor burselor şi comportamentul intermediarilor, casele de brokeraj.

National Futures Association, (NFA) şi *Options Clearing Corporation* (OCC) au şi ele atribuţii de reglementare în domeniul contractelor futures şi respectiv al opţiunilor, în calitate de SRO-s, Self-Regulating Organisations, organisme cu auto-reglementare.

---

[2] Ritter, L.; Silber, W. - ***Principles of money, banking and financial markets***, 6th ed., Basic Books, New York, 1989, p.511.

Scanned with OKEN Scanner

SIPC, *Securities Investor Protection Corporation* (*Societatea pentru Protecția Investitorilor în Valori Mobiliare*) reprezintă o instituție privată la care participă majoritatea firmelor de brokeraj americane, creată în 1970 şi mandatată de Congresul SUA să ofere protecție micilor investitori, *garantând protecția valorilor mobiliare* până la un plafon de 500.000 USD şi a banilor în conturile intermediarilor până la 100.000 USD. Această protecție nu are în vedere în cazul valorilor mobiliare garantarea valorii lor în dolari, ci doar faptul că aceste valori vor fi returnate. în primii 20 de ani de funcționare, instituția şi-a dovedit eficiența, plătind peste 180 milioane USD către aproximativ 200.000 de investitori şi a recuperat peste 1 miliard USD de la firmele de brokeraj[1].

Legea din 1988 *Insider Trading and Securities Fraud Enhancement Act* permite SEC să desfăşoare anchete în contul autorităților similare de supraveghere a pieților financiare din străinătate, şi a fost urmată de alte măsuri şi acorduri de natură a uşura procedurile în caz de fraudă implicând mai multe țări.

Preocuparea autorităților în combaterea operațiunilor inițiaților **la nivel european** (al UE) s-a concretizat încă din 13 noiembrie 1989 prin Directiva 891592 a Consiliului CEE privind *coordonarea reglementărilor relative la operațiunile inițiaților*. Vizând asigurarea egalității şanselor tuturor participanților pe piața financiară (şi) prin prevenirea utilizării de către beneficiari a informațiilor privilegiate aflate în posesia lor, măsurile de armonizare a legislației țărilor participante la CEE au avut ca termen de aplicare practică luna iunie 1992.

Directiva defineşte *informația privilegiată* - ca o informație care încă nu a fost făcută publică, având caracter precis şi privind unul sau mai mulți emitenți de valori mobiliare şi care, dacă ar fi făcută publică, ar putea influența sensibil cursul acelor valori mobiliare - *inițiații primari* - persoane dispunând de o informație privilegiată: fie în virtutea calității de membru al organelor de administrație, de conducere sau de supraveghere ale emitentului; fie în virtutea participării la capitalul emitentului; fie pentru că au acces la aceste informații în virtutea exercitării muncii lor, a profesiei sau a funcțiilor lor - şi *inițiații secundari* - terți cărora inițiații primari le-au comunicat, (deşi era interzis), informații privilegiate.

În **Marea Britanie**, "Big-Bang"-ul londonez a adus ca noutate importantă şi restructurarea elementului legislativ. *Financial Services Act*, legea din noiembrie 1986, stabileşte responsabilitățile în domeniul reglementării activității financiare. Atribuții în domeniul reglementării şi supravegherii pieței financiare, urmărind şi infracțiuni (penale) de tipul insider dealing sau manipularea prețurilor au mai multe organisme guvernamentale sau profesionale:

- *Bank of England*, Banca Angliei, în special după 1986 când băncilor li s-a permis angajarea în operațiuni pe piața financiară, prin societăți special create;
- *Serious Fraund Office* - SFO (Biroul de Fraude Grave);

[1] Kohn, M. - ***Money, banking and financial markets***, The Dryden Press, Chicago, 1991, p.488.

Scanned with OKEN Scanner

- *The Securities and Futures Authority* - SFA (Autoritatea în domeniul Valorilor Mobiliare);
- *Investment Managers' Regulatory Organisation* - IMRO (Autoritarea de Reglementare a Organizației Managerilor de Investiții);
- *Department of Trade and Industry* - DTI (Departamentul de Comerț și Industrie) - autoritatea supremă în domeniu, care deleagă o parte din sarcini către Securities and Investments Board;
- *Securities and Investments Board* - SIB (Consiliul de Valori Mobiliare și Investiții), principală autoritate tutelară creată în 1987 pentru protecția investitorilor, care monitorizează apelul societăților la piață pentru mobilizarea capitalurilor, care elaborează și aplică reglementările de funcționare a pieței financiare și deleagă, la rândul ei, puteri de reglementare către anumite organizații profesionale, considerate organisme cu auto-reglementare (prin *The Financial Services Act*, legea din 1986, fiecare SRO trebuie să-și creeze un set de reguli de conduită aplicabile membrilor dintr-un anumit domeniu);
- *The Stock Exchange*, *Bursa de Valori*, ca organism cu auto-reglementare (SRO - Self Regulating Organisation), care, la fel ca alte SRO asigură supravegherea operațiunilor desfășurate de membrii proprii;
- *The Securities Association* - TSA (*Asociația pentru Valori Mobiliare*), organism cu auto-reglementare creat în 1986 care autorizează și reglementează activitatea intermediarilor și consultanților pe piața financiară;
- *The Association of Futures Brokers and Dealers* - AFBD (*Asociația Brokerilor și Dealerilor pentru Tranzacții Futures*), organism cu auto-reglementare care supraveghează operațiunile pe piața futures și a opțiunilor, vizând în special activitatea de la *London International Financial Futures Exchange*, *London Metal Exchange* și *London Commodity Exchange*;
- *The Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association* - FIMBRA (*Asociația de Reglementare a Intermediarilor Financiari, Managerilor și Brokerilor*), organism cu auto-reglementare care supraveghează activitatea unor operatori pe piață (dealeri și brokeri) de dimensiuni mai mici;
- *The Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation* - LAUTRO (*Organizația de Reglementare pentru Societăți de*

Scanned with OKEN Scanner

Asigurări de Viață şi Fonduri de Investiții), organism cu auto-reglementare care are în atribuții şi supravegherea activității societăților de asigurări de viață şi a organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare;

- *The Investment Management Regulatory Organisation* - IMRO (*Organizația de Reglementare a Managementului Investițiilor*), organism cu auto-reglementare care supraveghează firmele implicate în gestiunea de portofolii şi consultanță (manageri de fonduri de pensii, de fonduri de investiții).

Criticile aduse actualului sistem legislativ britanic privind supravegherea pieţelor financiare sunt numeroase. Eficiența măsurilor luate până în prezent este privită cu o oarecare rezervă. "Actualele măsuri nu funcționează", atenționează oficialități din conducerea bursei londoneze. "Condamnările sunt la fel de rare ca zăpada vara". Cei mai mulți acuzați din cei 20-30 trimişi anual spre examinare autorităților (către DTI) nici măcar nu mai ajung vreodată la judecată. în 1996, în Marea Britanie au fost doar două procese şi după cum se exprimă criticii: "Uimitor, în unul acuzatul a fost declarat vinovat".

Dar îngrijorarea derivă din faptul că insider-dealerii *profesionişti* scapă în fiecare an, tocmai pentru că sunt buni şi doar amatorii sunt prinşi şi condamnați.

"Tigrul" DTI care pe hârtie pare în stare să lovescă pe oricine, pare mai curând ca o pisicuță, luând în considerare numărul proceselor câştigate, cu doar o condamnare în zece ani.[1]

Urmărirea infracțiunilor în domeniul bursier a avut ca efect şi condamnări, în unele cazuri chiar la închisoare (de exemplu, fostul preşedinte al firmei Guinness, condamnat la închisoare pentru fraudă), dar de cele mai multe ori, este vorba despre amenzi şi ore de muncă în folosul societății (de exemplu, doi foşti directori ai White Rose Registrars of Kettering au fost condamnați în baza unei legi speciale, *Company Securities (Insider Dealing) Act* din 1985, de către Department of Trade and Industry la 120 ore de muncă în serviciu public şi la plata unei amenzi de 7.500 de lire sterline.

Şi Serious Found Office câştigă cauzele mici, dar pierde majoritatea cauzelor mari[2], iar The Securities and Futures Authority constată că reglementările nu au fost suficiente pentru a lua vreo măsură împotriva top-managementului băncii Barings.

Iată o modalitate de realizare a fraudelor plecând de la deținerea de informații confidențiale: persoanele care dețin sau au acces prin atribuțiile lor de servici la informații ce potențial afectează prețurile acțiunilor pe piață - deci insider dealers - nu pot acționa pe cont propriu, întrucât serviciile de supraveghere ale pieței le-ar remarca imediat activitatea. Ei sunt nevoiți să apeleze la intermediari, uneori fiind vorba chiar de străini. în Marea Britanie,

---

[1] The Independent - ***Another Bungle on Insider Dealing***, 4 December 1996.
[2] The Independent - ***More Embarassement for the Regulators***, 11 December 1996.

Scanned with OKEN Scanner

Department of Trade and Industry a descoperit 2 oameni de afaceri, rezidenţi în Monaco, bănuiţi de a fi "centrul" prin care se derulează multe acţiuni de insider - dealing în City-ul londonez. Ei erau contactaţi de deţinătorii de informaţii confidenţiale din City, investiţiile se făceau prin intermediul unor societăţi şi fonduri de investiţii, iar plata se realiza off-shore, astfel încât beneficiarul final este aproape imposibil de identificat.

Autorităţile din Marea Britanie, preocupate de amploarea pe care au luat-o delictele iniţiaţilor şi manipularea preţurilor pe piaţă, le acordă importanţa cuvenită.

Astfel, bursa londoneză a creat un departament special,[1] unde 55 de analişti, foşti poliţişti, ex-brokeri, avocaţi sau contabili au drept misiune *supravegherea pieţei*. în munca lor ei sunt ajutaţi de un *sistem complex de monitorizare a pieţei - Inteligent Alerting System* (IAS) care poate urmări în acelaşi timp evoluţia preţurilor pentru 3.000 de titluri, în scopul identificării tranzacţiilor suspecte. Un super-calculator ce a costat mai multe milioane de lire sterline, numit *Integrated Monitoring and Surveillance System* (IMAS) primeşte continuu şi în timp real informaţii despre tranzacţiile încheiate pe piaţa engleză (conform legii, în maxim 3 minute de la încheierea tranzacţiei, în realitate, de cele mai multe ori, chiar în momentul încheierii tranzacţiei).

Computerul urmăreşte o listă de 28 de *anomalii*, prilej de alarmă. Evenimente cum ar fi salturi suspecte de preţ (creşteri sau scăderi inexplicabile) sunt semnalate specialiştilor care trebuie să le clarifice în aceeaşi zi. într-o zi normală de lucru (în condiţiile în care piaţa londoneză operează între 7,30 AM şi 4,30 PM) pot apărea până la 3.000 de alarme, dintre care doar pentru 20-30 sunt necesare cercetări suplimentare. în luna martie 1996 de exemplu, în urma alertelor au fost urmărite 10.000 de mişcări de preţuri aparent suspecte, care au condus la 1.150 investigaţii din care doar 28 au ajuns la Department of Trade and Industry, una din autorităţile cu atribuţii în supravegherea pieţei.

În **Germania**, reglementarea pieţei financiare este mai aparte, prin rolul de prim rang pe care îl are banca centrală, *Bundesbank*, şi aceasta poate şi datorită orientării bancare germane spre "băncile universale"[2]. De fapt, băncile reprezintă cel mai mare investitor în Germania şi se implică în toate tipurile de

---

[1] Hall, A. - ***Putting the Insiders Inside***, Sunday Telegraph, 13 October 1996.

[2] Inexistenţa unei autorităţi bursiere centrale menite să supravegheze organizarea şi funcţionarea pieţelor (de genul redutabilei *Security and Exchange Commission* americane) poate fi remarcată şi în alte ţări, unde rolul burselor în finanţarea economiei este mai redus (de exemplu, Elveţia, Norvegia, Belgia, ş.a.). În **Elveţia**, atribuţii de supraveghere a pieţei financiare revin *Comisiei Federale a Băncilor*, în **Norvegia**, în 1986, a fost creat un nou organism de control, *Comisia de Operaţiuni de Bancă, Asigurări şi Bursă*, iar în **Belgia** *La Commission Bancaire - Comisia Bancară* - supraveghează şi piaţa bursieră, ca autoritate supremă, deşi atribuţii de control al operaţiunilor bursiere intră şi în sarcina *Societé de la Bourse des Valeurs Mobilieres*, SBVM - *Societatea Bursei de Valori Mobiliare*- iar un reprezentant al guvernului veghează asupra regularităţii activităţilor desfăşurate.

Scanned with OKEN Scanner

activităţi financiare, inclusiv negocierea de acţiuni şi obligaţiuni, pentru care piaţa secundară este, de multe ori, interbancară (băncile realizează peste 50% din tranzacţii). Mai mult, în cazul emisiunilor de obligaţiuni, orice societatea trebuie să obţină aprobare de la Bundesbank.

Supravegherea bursieră intră în atribuţiile unei autorităţi numită *Oficiul de Supraveghere a Băncilor şi Operatorilor de Piaţă,* ceea ce subliniază legătura directă între sfera bancară şi activitatea de bursă.

Atribuţii de reglementare a pieţei financiare germane au şi cele opt burse şi land-urile unde acestea sunt amplasate, iar controlul burselor regionale este înfăptuit la acest nivel şi prin *comisari de stat.*

Trebuie remarcat că în Germania *nu există o lege care să pedepsească insider trading-ul*, existând doar obligaţia insider-ului de a semna un contract prin care se angajează să nu se implice în asemenea activităţi.

Având în vedere locul important ocupat de bursa germană în topurile mondiale (locul doi între bursele europene şi locul patru în lume), există părerea că se impune o reglementare mai riguroasă şi un control mai strict al operaţiunilor bursiere[1]. Criticii arată că *reglementările germane în domeniul pieţei financiare nu sunt suficient de stricte,* pe măsura celor din alte ţări sau compatibile cu "standardul" american: "având în vedere imprecizia regulilor contabile germane, cerinţele de informare sunt în prezent insuficiente şi permit firmelor germane să înşele investitorii"[2].

În **Franţa**, *Commision des Opérations de Bourse* - COB - (Comisia Operaţiunilor de Bursă) a fost creată în 1967, după modelul american al *Security and Exchange Commission* (SEC).

Sistemul de supraveghere francez este însă foarte diferit din anumite puncte de vedere faţă de cel american. Dacă în primul caz structura este foarte dispersată, în cel de-al doilea structura este foarte concentrată[3].

COB nu doar realizează supravegherea pieţelor şi controlează informaţiile difuzate de societăţi, dar, de asemenea, autorizează crearea şi supraveghează activitatea instituţiilor implicate în domeniu, cum ar fi organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (SICAV-uri şi FCP-uri) sau societăţile de gestionare a portofoliilor. Dealtfel, rolul ei principal nu a fost considerat ca fiind reprimarea "manevrelor" bursiere, ci animarea, dezvoltarea pieţei financiare[4].

---

[1] Dardac, N.; Basno, C. - ***Bursele de valori. Dimensiuni şi rezonanţe social-economice***, Ed. Economică, Bucureşti, 1997, p. 62.

[2] Jarell, G. - ***SEC Crimps Big Board's Future***, Wall Street Journal, June 19, 1992, p. A 15, după Fabozzi, F.; Modigliani, F.; Ferri, M. - ***Foundations of Financial Markets and Institutions***, Prentice Hall International, London, 1994, p. 45.

[3] Gallois, D. - ***Bursa***, Teora, Bucureşti, 1997, p.82.

[4] Robert, M.C.; Labboz, B. - ***La Commission des Opérations de Bourse***, PUF, Paris, 1991, p.5.

Scanned with OKEN Scanner

COB urmăreşte să asigure protecţia sumelor plasate în titluri de valoare, informarea investitorilor şi buna funcţionare a pieţelor *organizate* de valori mobiliare.

În încercarea de a-şi îndeplini obiectivele, rolul de "jandarm al bursei", COB a fost investită cu puteri legislative, executive şi judiciare:

- *puteri legislative*, având în vedere posibilitatea de a promova regulamente, instrucţiuni, recomandări, avize, etc.;
- *puteri executive*, referitoare la activităţile sale de avizare a ofertelor publice, de supraveghere a pieţei;
- *puteri judiciare*, ţinând cont de posibilităţile largi pe care le are de a proceda la *anchete* în cazul constatării încălcării legilor în domeniu sau a reglementărilor proprii, putând trimite cazurile spre judecată tribunalelor, sau sancţiona financiar direct - prin amenzi care pot ajunge la 10 milioane de franci (sau de zece ori profitul obţinut ilegal).

Infracţiunile principale avute în vedere de legea franceză în domeniul bursier sunt:

1. delictele iniţiaţilor;
2. delictele de comunicare a informaţiilor confidenţiale;
3. delictele de manipulare a cursurilor;
4. delictele de informaţii false.

1. Delictele iniţiaţilor

Având în vedere gravitatea faptelor de reprimat, sancţiunile legiuitorului francez sunt severe: închisoare de la două luni la doi ani şi amendă, de la 6.000 FRF la 10 milioane FRF sau de zece ori profitul obţinut ilegal.

2. Delictele de comunicare a informaţiilor confidenţiale (privilegiate)

Reprimarea acestui tip de infracţiune a fost gândită ca o continuare a sancţionării delictelor iniţiaţilor. Problema este însă, în cazul legii franceze, că persoana condamnată rămâne doar informatorul, nu şi cei care au luat cunoştinţă de ea sau chiar au utilizat-o, aceştia nefiind pedepsiţi.

Acţiunea de a comunica informaţii privilegiate, indiferent de consecinţele acesteia (utilizarea sau nu a informaţiei) este pedepsită cu amendă între 10.000 şi 100.000 FRF şi /sau între o lună şi 6 luni închisoare.

3. Delictele de manipulare a cursurilor

Pedepsele prevăzute pentru delictele iniţiaţilor - cele mai aspre în fapt - sunt avute în vedere şi în acest caz. Acţiunea sau tentativa de a împiedica buna funcţionare a pieţei valorilor mobiliare prin inducere în eroare a altui participant la piaţă poate fi pedepsită penal, cu închisoare de la două luni la doi ani şi amendă, de la 6.000 FRF la 10 milioane FRF sau de zece ori profitul obţinut ilegal, sau administrativ, direct de către COB, în anumite cazuri.

4. Delictele de informaţii false

Pentru delictul de informaţii false - răspândirea în public de informaţii false sau înşelătoare privind situaţia sau perspectivele unui emitent sau privind valorile

Scanned with OKEN Scanner

sale mobiliare, de natură a afecta cursul acestora - sunt prevăzute aceleaşi pedepse penale ca pentru delictele iniţiaţilor: închisoare de la două luni la doi ani şi amendă, de la 6.000 FRF la 10 milioane FRF sau de zece ori profitul obţinut ilegal.

În **Olanda**, piaţa bursieră, una din cele mai vechi din lume[1], este supravegheată de *Ministerul de Finanţe* şi de *Stichting Toezicht Effectenverkeer - Consiliul de Valori Mobiliare* - creat în 1988 ca nouă autoritate de tutelă independentă având drept preocupare principală protecţia acţionarilor.

În **Luxemburg**, autorităţile de supraveghere a pieţei bursiere sunt *Comisariatul Burselor* şi *Institutul Monetar Luxemburghez*. Prezenţa acestuia din urmă cu atribuţii pe piaţa financiară este explicabilă, având în vedere că aici sunt admise şi băncile ca intermediari pe piaţa bursieră.

În **Spania**, *Comisión Nacional del Mercado de Valores* - CNMV (*Comisia Naţională a Pieţei de Valori*), autoritatea regulatoare şi de supraveghere a pieţei pare dispusă să aplice legea, indiferent de mărimea şi puterea celui vizat. De exemplu, Endesa, una din cele mai mari firme spaniole - având 10% din capitalizarea Bursei din Madrid - şi aflată încă sub controlul statului (care deţine 66% din acţiuni), a fost acuzată la sfârşitul anului 1996 că a ascuns CNMV intenţiile de achiziţie a altor două societăţi de profil. Imediat, firma a fost suspendată de la cotare - la fel ca şi firmele vizate - iar dacă acuzaţiile vor fi găsite întemeiate, Endesa poate fi amendată cu până la 5% din capitalul său la momentul achiziţiei (maxim 35 miliarde pesetas, adică 266 milioane dolari) şi ar putea fi suspendată de la cotare o perioadă de până la 5 ani; fostul director ar putea primi o amendă de minim 50 milioane pesetas (380.000 dolari) şi riscă interzicerea conducerii unei societăţi cu capital de stat pe o perioadă de zece ani.

Un fost director al CNMV, declara: "Bursa are un sistem electronic admirabil care, în teorie, asigură o transparenţă totală a mişcărilor de titluri. Dar riscul de insider dealing există la Madrid aşa cum există oriunde". [2]

În **Portugalia**, în 1987 a fost creată instituţia *Controlorului general al pieţei valorilor mobiliare*, cu misiunea de a supraveghea activitatea intermediarilor bursieri, dar nu exista încă o delimitare clară a atribuţiilor diferitelor autorităţi de supraveghere a pieţelor de capital. Abia după 1988, după apariţia *Comisiei Naţionale a Pieţei de Valori*, care reglementa şi controla acum piaţa financiară, s-a făcut clar o departajare, controlul instituţiilor financiare revenind băncii centrale, Banco de Portugal, iar al firmelor de asigurări fiind încredinţat către Instituto de Seguros de Portugal[3].

---

[1] În 1636, bursele din Amsterdam, Rotterdam, Harlaem, Leyden şi alte oraşe olandeze se dezvoltă şi datorită tranzacţiilor *regulate* cu lalele, devenite o adevărată manie, *tulipomania*.

[2] Burns, T. - ***Endesa case tests regulator's powers: CNMV may example of one of Spain's most important companies***, Financial Times, 23 December, 1996.

[3] ***Tendances des marchés des capitaux***, no. 46, mai 1990, OCDE, Paris, p. 46.

Scanned with OKEN Scanner

În **Japonia**, reglementarea pieței financiare intră în atribuțiile *Ministerului de Finanțe* (Ministry of Finance, MOF), atât direct, cât şi indirect, prin "îndrumarea" tuturor instituțiilor financiare şi auditarea societăților de brokeraj membre ale bursei.

În cadrul Ministerului de Finanțe, *Biroul Valorilor Mobiliare* (*Securities Bureau*), se ocupă de supravegherea şi autorizarea valorilor mobiliare şi are un rol important alături de *Banca Japoniei* (Bank of Japan, BOJ) în depistarea şi sancționarea delictelor de insider trading.

În domeniul pieței obligatare, supravegherea şi controlul sunt realizare de către *Kisaikai - Consiliul de Supraveghere a Emisiunilor Obligatare*, organ compus din 20 de bănci şi 7 intermediari bursieri, alături de reprezentanți ai Ministerului de Finanțe şi ai Băncii Japoniei.

De fapt, în ultimii ani în Japonia se constată în domeniul bursier o tendință de "occidentalizare", generată de internaționalizarea şi mondializarea operațiunilor financiare, preocuparea în această direcție fiind concretizată şi într-o lege separată votată de Dietă în 1989 privind delictele inițiaților[1].

Tendința relevantă din ultimii ani, de a reuni toate responsabilitățile de reglementare şi supraveghere a pieței financiare (în principal cel puțin) în sarcina unei singure instituții, o întâlnim şi în **Australia**.

Aici, în 1989 este creată *Australian Securities Commission, Comisia Australiană a Operațiunilor cu Valori Mobiliare*, care preia sarcinile avute anterior de trei organisme de supraveghere (*Consiliul Ministerial al întreprinderilor şi Activităților Relative la Valori Mobiliare* cu putere de reglementare, *Comisia întreprinderilor Naționale şi a Valorilor Mobiliare* NCSC - *National Companies and Securities Commission*, având drept atribuție aplicarea legislației şi *Corporate Affairs Commission* şi *Companies Registries*, organisme având competențe administrative curente).

În **România**, autoritatea administrativă competentă în domeniul reglementării şi suprevegherii pieței financiare este CNVM, *Comisia Națională a Valorilor Mobiliare*.

Organizată ca persoană juridică autonomă, CNVM are drept misiune asigurarea bunei funcționări a pieței valorilor mobiliare, *protecția investitorilor* contra practicilor neloiale, abuzive şi frauduloase, *informarea* deținătorilor de valori mobiliare şi a publicului asupra persoanelor care fac în mod public apel la economii băneşti şi asupra valorilor emise de acestea, stabilirea cadrului activității intermediarilor şi agenților pentru valori mobiliare, regimul asociațiilor profesionale constituite de aceştia şi al organismelor însărcinate cu asigurarea funcționării pieței valorilor mobiliare.[2]

Prin instrucțiunile sale, CNVM fixează şi reguli privind situațiile, datele şi informațiile de publicat pentru informarea publicului de către emitenții, deținătorii

---

[1] Giraud, D. - ***Le marché financier japonais***, Rockland, Ontario, 1990, p.15.

[2] Legea nr. 52/1994 ***privind valorile mobiliare şi bursele de valori***, M.O. 210, 11 august 1994, art. 6.

Scanned with OKEN Scanner

de valori mobiliare şi intermediarii pentru valori mobiliare, precum şi regimul informaţiilor confidenţiale şi al informaţiilor privilegiate.[1]

în cadrul CNVM este organizat *Departamentul de control, supraveghere şi anchetă,* cu o structurare pe două Direcţii: *Direcţia Supreveghere* şi *Direcţia control şi anchete.* De asemeni, atribuţii în domeniul *reglementării* pieţei are *Departamentul reglementării şi oficiul de evidenţă a valorilor mobiliare,* organizat la rândul lui pe două Direcţii: *Direcţia sinteză, reglementare şi oficiul de evidenţă a valorilor mobiliare* şi *Direcţia reglementare, intermediere financiară şi a pieţei bursiere şi nebursiere*[2].

Supravegherea şi controlul bursei de valori în ceea ce priveşte informaţiile confidenţiale şi informaţiile privilegiate sunt exercitate, conform art. 45 din Legea 52/1994 şi de *comisarul general al bursei de valori,* acesta având dreptul de a transmite CNVM constatările privind încălcarea dispoziţiilor legii, reglementărilor date în aplicarea ei şi a regulamentelor bursei, propunând măsurile de luat şi sancţiunile de aplicat (art. 48). Comisarul general al bursei de valori participă - fără drept de vot - la toate adunările Asociaţiei bursei de valori şi ale Comitetului bursei de valori şi *poate formula observaţii şi obiecţii* care să fie consemnate în procesul verbal al şedinţei, *supraveghează operaţiunile de bursă* şi *poate propune anularea actelor* Comitetului bursei de valori, cu suspendarea actelor atacate de la data notificării. în organigrama CNVM apare şi comisarul general al bursei de valori, funcţia sa fiind asimilată celei de director general al CNVM.

Din prevederile art. 49 al. 2 al Legii 52/1994, deducem şi obligaţii ale *Asociaţiei bursei de valori* privind asigurarea execuţiei continue, ordonate, eficiente, echitabile şi transparente a tranzacţiilor cu valori mobiliare înscrise la cota bursei de valori, în condiţii adecvate de protecţie a investitorilor.

Conform art. 58 lit. h din Legea 52/1994, *Comitetul bursei de valori,* organul de conducere al bursei, ales de Asociaţia bursei de valori, veghează la respectarea dispoziţiilor legii, a reglementărilor CNVM şi a regulamentelor bursei de valori de către intermediarii în bursă şi agenţii lor şi de către întreg personalul bursei de valori, dispunând măsurile corespunzătoare.

---

[1] Legea nr. 52/1994 ***privind valorile mobiliare şi bursele de valori***, M.O. 210, 11 august 1994, art. 14, al.2, lit. b şi c.

[2] Organigrama Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare, anexă la ***Regulamentul privind organizarea CNVM*** în Ordinul preşedintelui CNVM nr. 31 din 26 iunie 1995 pentru punerea în aplicare a Regulamentului privind organizarea CNVM, M.O. 159, 24 iulie 1995.

Scanned with OKEN Scanner

1.7. IMPACTUL ÎMPRUMUTULUI DE STAT ASUPRA FUNCȚIONĂRII MECANISMULUI FINANCIAR-MONETAR

Prof.univ.dr. Gheorghe FILIP

Practicarea împrumutului de stat ca resursă publică bugetară extraordinară, se înscrie în contextul mai larg al manifestării creditului în societatea modernă, fenomen cu multiple implicații în derularea fluxurilor financiar-monetare şi funcționarea mecanismelor economiei de piață.

Întemeiate pe un anumit tip de relații de încredere între stat (în postura de debitor) şi diferite persoane fizice sau juridice (rezidente sau nerezidente ale statului respectiv), în ipostază de creditori ai săi, împrumuturile de stat reflectă procese economice şi fluxuri băneşti specifice, având un impact profund asupra funcționării mecanismului financiar-monetar global. Ele implică înlocuirea temporară a proceselor bugetare de prelevare parțială a veniturilor private , în mod obligatoriu, ireversibil şi fără echivalente, în favoarea statului, cu cele de redistribuire benevolă, reversibilă (restituibilă) şi cu plata unei dobânzi către creditori, caracteristice creditului, în general, şi împrumuturilor de stat, în particular.

Aşadar, împrumuturile de stat sunt, în prim plan, procese de redistribuire temporară a unor disponibilități băneşti, ce aparțin diferitelor persoane fizice sau juridice, pentru acoperirea de cheltuieli publice, antrenând fluxuri financiar-monetare specifice relațiilor dintre stat (debitor) şi creditorii săi. Existența resurselor băneşti disponibile, care să facă obiectul redistribuirii, inclusiv prin împrumuturi de stat, reprezintă una dintre premisele obiective ale manifestării relațiilor de credit şi ale fluxurilor aferente lor. Concomitent, o altă premisă necesară practicării împrumuturilor de stat decurge din însăşi situația financiară a statului. Sub acest aspect, este de remarcat că, în viziunea clasică asupra bugetului de stat, fluxurile financiare de constituire a fondurilor bugetare ar fi trebuit să se coreleze cu cele de distribuire a acestor fonduri. Prin comparație, concepția modernă despre bugetul statului admite dezechilibrul bugetar datorat unor decalaje sau necorelări între cele două tipuri de fluxuri bugetare, atât sub aspectul distribuției lor în timp, cât şi sub cel al dimensiunilor resurselor bugetare vehiculate.

În principiu neconcordanțele între fluxurile de intrare-ieşire la fondurile bugetare, se concretizează prin diferențe între suma încasărilor din venituri, curente, obişnuite (ΣV) şi suma plăților corespunzătoare cheltuielilor efectuate (ΣC), îmbrăcând forma unui sold bugetar, cel mai adesea negativ, cunoscut sub denumirea de deficit (D) sau, uneori, pozitiv, numit excedent (E), ce poate fi exprimat prin relațiile următoare:

- dacă $\Sigma V < \Sigma C$, atunci $D = \Sigma C - \Sigma V$ (1)
- dacă $\Sigma V > \Sigma C$, atunci $E = \Sigma V - \Sigma C$ (2)

Scanned with OKEN Scanner

Este evident că numai în primul caz devine necesară acoperirea soldului bugetar (negativ) şi ea este posibilă, redistribuind resursele băneşti disponibile în economie, prin relaţii şi fluxuri financiar-monetare caracteristice împrumuturilor de stat. Spre deosebire, în al doilea caz, asemenea procese de redistribuire nu sunt necesare şi nu pot avea loc, chiar dacă în economie ar exista disponibilităţi băneşti neutilizate temporar.

Practicarea împrumuturilor de stat, ca şi funcţionarea mecanismului financiar-monetar, presupun, de asemenea, existenţa unui cadru instituţional-normativ pentru derularea corespunzătoare a fluxurilor băneşti, ale cărui particularităţi repercutează asupra funcţionalităţii acestui mecanism. În acest sens, ne apare caracteristică opţiunea fostelor state socialiste, de excludere a împrumuturilor de stat, şi de promovare a politicii bugetului public excedentar sau echilibrat care, înscrisă în canoanele economiei de comandă, a creat un mecanism financiar-monetar bazat pe reglarea prin planul de stat a tuturor fluxurilor băneşti.

Totodată, remarcăm faptul că, deşi în doctrina modernă se recunoaşte impactul pozitiv al creditului, în general, care contribuie la drenarea sau fluidizarea fluxurilor băneşti, acţionând ca factor de stimulare a dezvoltării economiei, practicarea împrumuturilor pentru finanţarea de cheltuieli publice este interpretată diferit, conturându-se două orientări considerate a fi aproape opuse: keynesismul şi monetarismul.

Abordarea keynesiană a împrumutului de stat, ca instrument util politicilor intervenţioniste, include folosirea sa pentru finanţarea deficitelor bugetare, atribuindu-i un rol activ în strategiile de stabilizare şi relansare a economiei. În această optică, el apare ca element al mecanismului financiar-monetar, constând în acele procese de reglare a fluxurilor băneşti din economie, care realizează transferarea temporară, pe principiile rambursabilităţii şi plăţii de dobândă, a resurselor disponibile, inclusiv a capitalurilor private inactive, spre a servi realizării de cheltuieli publice sporite. Acestea, la rândul lor, măresc cererea agregată de bunuri şi servicii şi stimulează producţia, respectiv creşterea ofertei, contribuind la asigurarea unui număr mai mare de locuri de lucru şi, deci, la ocuparea mai deplină a forţei de muncă. Privit din acest unghi, împrumutul de stat se integrează în politicile bugetare cu impact favorabil funcţionării mecanismelor economiei de piaţă, aflându-se în interacţiune cu cheltuielile publice şi multiplicatorul acestora.

Sintetic, considerând că există suficiente resurse băneşti disponibile în economie, dimensiunile fluxurilor financiar-monetare generate de practicarea împrumutului de stat sunt determinate de ecartul fluxurilor bugetare de ieşire (cheltuieli) şi intrare (venituri), conform relaţiei:

$$\sum F_{it} = \sum F_{ct} - \sum F_{vt} \qquad (3)$$

în care: F_{it} - fluxuri ale împrumutului de stat contractate în anul t;

Scanned with OKEN Scanner

Fct - fluxuri de cheltuieli bugetare, în anul t;

Fvt - fluxuri de venituri bugetare, în anul t.

Este de admis că, în condițiile menținerii sub control sever a emisiunii monetare, practicarea împrumutului de stat se bazează pe redistribuirea resurselor bănești disponibile, atât din sectorul privat, cât și din cel public și nu pe creșterea cantității de bani în circulație. În prim plan, într-o primă fază, are loc mișcarea sumelor de bani corespunzătoare împrumutului de stat de la persoanele fizice și juridice la dispoziția statului, spre a reveni în circuitul economic prin cheltuieli publice, ceea ce ar putea influența favorabil derularea fluxurilor financiare și a celor reale, pe ansamblu.

Efectul pozitiv obtenabil, astfel, este dependent și de destinația concretă dată sumelor respective de către stat, fiind mai pregnant în cazul finanțării de acțiuni cu caracter economic, care antrenează o creștere directă de valoare nouă (adăugată), respectiv de PIB. În același timp, nu poate fi ignorat impactul pozitiv decurgând din folosirea împrumutului de stat pentru efectuarea de cheltuieli publice, care măresc cererea agregată și stimulează sporirea producției, deci, a ofertei, exprimat prin efectul multiplicator atribuit acestora conform relației:

$$\Delta PIB = \frac{1}{1-c}.\Delta CP \qquad (4)$$

în care: ΔPIB - creșterea producției și a PIB;

c - înclinația marginală spre consum;

ΔCP - creșterea cheltuielilor publice finanțate din împrumuturi de stat.

Interdependențele la care ne referim învederează faptul că, deși efectul multiplicator apare determinat direct de sporul de cheltuieli publice, el devine obtenabil numai dacă se asigură și finanțarea deficitului bugetar prin împrumuturi publice de mărime egală. În mod implicit, prezența fluxurilor financiare specifice împrumuturilor de stat, prin care se realizează redistribuirea resurselor bănești (de aceeași mărime) temporar inactive apare indispensabilă. Aceste fluxuri substituie, de fapt, pe cele ale formării veniturilor bugetare curente, obișnuite, contribuind la reglarea ansamblului lor și creșterea funcționalității mecanismului financiar-monetar și a celui economic. Substituirea temporară și interdependențele caracteristice acestor procese pot fi redate sintetic, prin egalitățile presupuse de realizarea lor, sub formele următoare:

$$D = \Delta CP = I_s \qquad (5)$$

sau

$$(F_{ct} - F_{vt}) = F_{it} \qquad (6)$$

în care I_s - împrumutul de stat folosit, în anul t.

Comparativ, în viziunea monetaristă, apelul la împrumuturi de stat pentru finanțarea deficitului bugetar reprezintă o soluție contraproductivă, cu atât mai mult cu cât ea include pericolul amplificării proceselor inflaționiste, având efecte

Scanned with OKEN Scanner

de dereglare a fluxurilor financiar-monetare şi a mecanismelor pieţei, în ansamblu. Din acest unghi de abordare, practicarea împrumuturilor de stat în scopul acoperirii de cheltuieli publice bugetare sporite favorizează creşterea consumului public în detrimentul investiţiilor private, prin antrenarea efectului de evicţiune (crowding out), însoţitor inevitabil al proceselor respective, de redistribuire financiară a resurselor.

În argumentarea tezei monetariste se are în vedere interconditionarea obiectivă dintre mărimea consumului privat şi a celui public, ultimul fiind exprimat prin dimensiunile cheltuielilor publice bugetare. Ea admite, de asemenea, că la o mărime dată a PIB, orice creştere a resurselor cheltuite de stat presupune redistribuirea suplimentară a veniturilor private printr-un mecanism financiar axat pe majorarea prelevărilor fiscale curente sau contractarea de împrumuturi publice, ambele implicând diminuarea cheltuielilor şi consumurilor efectuate de sectorul privat. Pe această bază, se apreciază că sporirea cheltuielilor publice, inclusiv prin finanţarea deficitului bugetar din împrumuturi, nu asigură creşterea cererii agregate ci doar provoacă o substituire între componentele sale, în sensul majorării consumului, eventual a investiţiilor publice şi micşorării corespunzătoare a celor private. De aici se deduce că o asemenea politică bugetară nu duce la creşterea producţiei şi a numărului locurilor de muncă, fiind ineficace în combaterea recesiunii economice şi, în acelaşi timp, perturbatoare, mai ales, prin presiunea inflaţionistă pe care o generează. Este pus, astfel, la îndoială sau chiar contestat efectul pozitiv atribuit creşterii cheltuielilor publice, acela de multiplicator al PIB (în viziunea keynesiană), invocându-se apariţia celuilalt efect (negativ), cel de evicţiune, considerat caracteristic finanţării deficitelor bugetare pe seama împrumuturilor de stat.

În esenţă, efectul de evicţiune ar avea la bază tocmai pierderea de resurse şi diminuarea cheltuielilor, în primul rând, a investiţiilor de capital în sectorul privat, ca urmare a translatării resurselor, mai ales, sub forma împrumuturilor la dispoziţia statului, pentru a spori cheltuielile publice. El constă în faptul că, astfel, ar avea loc numai o înlocuire sau înlăturare a cheltuielilor private de către cele publice, care se realizează, în principiu, prin fluxurile financiare de împrumut dinspre sectorul privat spre cel public. Mecanismul de realizare a acestor fluxuri este specific pieţei capitalului de împrumut, a cărei funcţionare se află sub impactul raportului ce se stabileşte, într-un moment sau altul, între cererea şi oferta existente pe această piaţă reflectat direct prin nivelul ratei dobânzii. Admiţând că statul decide să se împrumute pe piaţa internă, într-un moment în care rata (iniţială) a dobânzii este "d_i", declanşarea operaţiunii de plasare (contractare) a împrumutului de stat va mări cererea de fonduri de împrumut, în timp ce oferta se presupune a rămâne constantă, va determina o rată a dobânzii rezultate (d_r) superioară celei iniţiale.

Sintetic, mutaţiile ce survin în condiţiile presupuse anterior, pot fi redate prin relaţiile următoare:

$$C_r = C_i + C_s \qquad (7)$$

Scanned with OKEN Scanner

$$C_r > O_c \quad (8)$$

$$\frac{C_r}{O_c} > \frac{C_i}{O_c} \quad (9)$$

iar

$$d_r > d_i \quad (10)$$

în care:

C_i - cererea totală inițială de fonduri de împrumut;

C_s - cererea de împrumut, a statului;

C_r - cererea de fonduri de împrumut rezultată după lansarea împrumutului de stat;

O_c - oferta totală constantă de fonduri de împrumut.

Este evident că, față de o mărime constantă a ofertei de fonduri de împrumut, mărind cererea şi oferind o dobândă mai mare pentru sporirea atractivității sale, împrumutul public determină creşterea ratei dobânzii pe piața financiară, ceea ce poate antrena şi o reducere a investițiilor private, prin reorientarea creditorilor spre plasamente în titluri de stat. Această interpretare pare îndreptățită, ținând seamă şi de faptul că un asemenea plasament va produce un venit sigur sub formă de dobândă şi, la un nivel comparabil sau chiar superior randamentului sperat în alternativa realizării unor investiții private.

Totuşi, în opinia noastră, abordarea monetaristă, întemeiată pe raționamentul sintetizat mai sus, minimalizează semnificația premiselor opțiunii keynesiene pentru folosirea împrumutului de stat în finanțarea deficitului bugetar. În acest sens, este de remarcat că în optica keynesiană, apelul la împrumutul de stat are ca premisă existența unor dezechilibre profunde şi disfuncționalități ale mecanismelor pieții, care afectează atât fluxurile financiare, cât şi pe cele reale. În această viziune, promovarea unui deficit bugetar finanțat din împrumuturi, apare ca soluție impusă, în primul rând, de necesitatea deblocării şi relansării economiei reale, în momente (perioade) de recesiune sau stagnare, când ea nu funcționează normal şi nu se autoreglează deplin. O asemenea perioadă este marcată de neutilizarea capacităților de producție existente şi insuficiența locurilor de muncă (exprimată prin şomaj ridicat), inclusiv ca rezultat al reducerii sau chiar absenței înclinației spre investiții în sectorul privat. Or, este de admis că, în acest caz, devine viabilă implicarea statului prin mijloacele sale de contracarare a dereglării mecanismelor economiei de piață, între care cele financiar-monetare au dovedit eficacitate, în anumite limite şi condiții de folosire.

Prin urmare, angajarea de către stat a unor fluxuri băneşti axate pe redistribuirea capitalului privat inactiv, prin lansarea de împrumuturi şi finanțarea de investiții sau alte consumuri publice, poate fi privită şi ca o cale de readucere în circuitul economic a unor resurse disponibile. Ea poate induce şi o relansare a economiei, ca suport al amplificării viitoare a fluxurilor de constituire a fondului bugetar şi al unei posibile reechilibrări bugetare, (în viitor), în corespondență cu

Scanned with OKEN Scanner

fluxurile de rambursare a împrumutului şi plată a dobânzilor aferente. În aceste condiţii, efectul de evicţiune legat de practicarea împrumutului de stat îşi pierde suportul raţional, deoarece sporul de producţie şi PIB indus de finanţarea cheltuielilor publice corespunzătoare deficitului bugetar nu mai poate fi contestat prin presupusa reducere a acestora în sectorul privat, unde capitalul disponibil ar rămâne, în principiu, neinvestit.

Pe de altă parte, efectul de evicţiune este posibil dacă lansarea împrumutului de stat ar avea loc într-o perioadă de funcţionare normală a economiei, admiţând că, sub impulsul ridicării ratei dobânzii pe piaţa financiară, unii întreprinzători privaţi vor prefera plasamentul în titluri de stat, investiţiilor directe. Această deturnare a capitalurilor private de la funcţia lor productivă spre consumul public este, evident, nefavorabilă dezvoltării şi inacceptabilă, antrenând fluxuri băneşti neraţionale, cu potenţial perturbator în derularea fluxurilor reale şi funcţionarea mecanismului financiar-monetar, ca şi a celui economic, în ansamblu.

Pe un plan mai larg, practicarea împrumuturilor publice, prin emisiunea de titluri de stat, poate avea un impact major şi asupra evoluţiei masei monetare în circulaţie, implicit, asupra funcţionalităţii mecanismului economic şi financiar-monetar. Sub acest aspect, se impune atenţiei constatarea că, în principiu, împrumuturile lansate de stat acoperă, fie goluri de casă ale execuţiei curente a bugetului, care se manifestă ca nevoi temporare de funcţionare curentă a trezoreriei publice, fie un deficit bugetar ce rezultă ca sold final anual al bugetului public.

Acoperirea golului de casă se face adesea prin angajarea de fluxuri financiar-monetare specifice obţinerii de către stat a unui împrumut pe termen scurt de la banca de emisiune, considerat ca un avans în contul veniturilor bugetare de încasat, care ar trebui rambursat pe parcursul anului bugetar. În mod obişnuit, aceste fluxuri nu au asigurat corespondentul imediat în fluxurile reale şi există pericolul ca veniturile bugetare scontate să nu se realizeze, înregistrându-se, în final, un deficit bugetar.

În consecinţă, este posibil ca împrumutul pe termen scurt primit de la banca de emisiune să nu se restituie pe seama încasărilor din venituri curente, iar statul să fie obligat a contracta un alt împrumut, pe termen mai lung, la alţi creditori, pentru rambursarea celui anterior şi finanţarea deficitului bugetar anual. O asemenea situaţie generează fluxuri băneşti suplimentare, care pot antrena şi creşterea inflaţionistă a masei monetare în circulaţie, pe fondul necorelării acestora cu fluxurile reale din economie, periclitând funcţionarea normală a mecanismului financiar-monetar.

Prin comparaţie, folosirea împrumutului de stat contractat pe piaţa financiară pentru finanţarea deficitului bugetar previzionat corect, încă din faza elaborării şi aprobării bugetului, care se bazează, în principiu, pe redistribuirea unor resurse băneşti disponibile temporar, ne apare mai puţin perturbatorie. În plus, această opţiune poate avea un impact favorabil derulării fluxurilor financiare

Scanned with OKEN Scanner

şi a celor reale, implicit funcţionării mecanismului economico-financiar, în condiţiile folosirii judicioase de către stat a resurselor împrumutate.

Spre deosebire, finanţarea prin împrumuturi a unor cheltuieli publice neraţionale, amplificate de plata dobânzilor şi comisioanelor, poate duce la folosirea implicită sau explicită a emisiunii inflaţioniste de monedă, cu tot cortegiul de urmări nefaste pe care aceasta le antrenează.

Scanned with OKEN Scanner

1.8. CONCEPȚII ASUPRA ÎMPRUMUTURILOR DE STAT ŞI CARACTERISTICI ALE ACESTORA

Asistent drd. Bogdan ZUGRAVU

În economia de piață modernă, în condițiile reconsiderării concepției asupra finanțelor publice, asupra rolului şi implicării statului în activitatea economică, sarcinile statului şi cheltuielile publice s-au amplificat spectaculos. În consecință, veniturile procurate de stat prin impozite şi taxe, precum şi cele de la întreprinderile şi proprietățile sale adesea nu acoperă integral cheltuielile bugetare ordinare.

În asemenea situații, autoritățile publice se adresează persoanelor fizice şi juridice ce dețin disponibilități băneşti temporare, solicitându-le acestora cedarea, cu titlu de împrumut, a unei părți din aceste resurse pentru acoperirea diferenței dintre cheltuielile bugetare şi veniturile bugetare ordinare.

Cu alte cuvinte, în cazul înregistrării unui deficit bugetar, completarea veniturilor publice se face cu resurse de împrumut, prin credit public. Bazat pe încrederea creditorilor în solvabilitatea statului, creditul public se poate realiza fie direct, prin contractarea directă de către stat de împrumuturi cu persoanele fizice şi juridice, fie indirect, prin instituții specializate, care preiau disponibilitățile băneşti şi le cedează, pentru o perioadă determinată, statului.

Problematica împrumuturilor publice, din punct de vedere al conținutului juridic economic, se diferențiază net în cadrul teoriei moderne asupra finanțelor publice față de teoria (concepția) clasică.

Pentru clasici, împrumuturile de stat şi impozitele sunt diametral opuse, atât din punct de vedere al conținutului economic cât şi din punct de vedere financiar. Ei tratează apelul la resursele împrumutate cu anumite rezerve, considerându-le ca având caracter excepțional, impus de anumite situații fortuite, limitând în consecință apelul la împrumuturi.

Pentru reprezentanții concepției moderne asupra finanțelor publice, opoziția dintre impozite şi împrumuturi de stat se atenuează. Ei consideră împrumutul ca o veritabila resursă financiară publică, considerând normal apelul la resursele împrumutate; opțiunea între impozite şi împrumut se fundamentează numai pe considerații de oportunitate.

Opoziția dintre concepția clasică şi modernă apare mai puțin pregnant în legătură cu natura juridică a împrumuturilor. În zilele noastre se consideră că bariera ce separă impozitele de împrumuturi se atenuează, fără a contesta însă existenta ei; se recunosc ca trăsături ale împrumuturilor de stat aceleaşi trăsături formulate de clasici, însă se constată că ele tind să se atenueze.

Sub raport juridic, împrumutul de stat apare ca o înțelegere intervenită între o persoană fizică şi juridică, pe de o parte, şi de stat, pe de altă parte, prin care prima consimte să pună la dispoziția statului o sumă de bani, sub formă de împrumut, iar acesta din urmă se angajează să restituie la termenul stabilit şi să achite "prețul" cuvenit (dobânda).

Scanned with OKEN Scanner

Împrumutul de stat prezintă următoarele trăsături caracteristice:

1. Caracterul contractual.

Împrumutul se bazează pe consimțământul subscriitorilor spre deosebire de impozit care este impus contribuabililor în baza puterii coercitive a statului. Impozitul este instituit de stat printr-un act unilateral, în timp ce împrumutul reprezintă un contract între părți.

Din punct de vedere al caracterului contractual, există diferențieri semnificative între împrumuturile private şi cele publice. Între agenții privați, condițiile împrumutului fac obiectul negocierii între părți, existând o relație contractuală veritabilă.

În cazul împrumuturilor publice, statul fixează unilateral condițiile împrumutului (dobândă, emisiune, scadență etc.), iar deținătorii de disponibilități băneşti pot să accepte sau să refuze aceste condiții; dacă doresc să subscrie împrumut, trebuie să accepte toate clauzele impuse de stat, neavând posibilitatea negocierii directe cu statul pentru a obține condiții mai avantajoase fată de alți subscriitori.

Dacă totuşi împrumutul de stat este un contract, atunci acest contract are o natură aparte, de contract de drept public, care trasează cadrul contractual pentru a impune clauzele de o manieră unilaterală; există opinii după care acest contract ar fi asemănător unui contract de adeziune.

Ca excepții de la caracterul contractual pot fi întâlnite în practica financiară forme speciale ale împrumuturilor publice, ca împrumuturile forțate (când cetățenii sunt obligați să subscrie la un împrumut proporțional cu venitul sau averea lor) şi împrumuturile semi-forțate (când cetățenii sunt convinşi, prin diverse mijloace, că au datoria morală de a subscrie la împrumuturi).

2. Caracterul rambursabil

Spre deosebire de impozit, care reprezintă un transfer definitiv de putere de cumpărare de la contribuabili la dispoziția statului, în cazul împrumuturilor, statul se obligă să restituie, la anumite termene prestabilite sumele împrumutate. Ca o excepție apar împrumuturile perpetue, care sunt emise pe o perioadă nedeterminată, statul asumându-i numai sarcina plății dobânzii.

3. Contraprestația

Dacă în cazul impozitelor nu se poate vorbi de o contraprestație directă efectuată de stat în favoarea contribuabilului, în cazul împrumuturilor statul se obligă la o contraprestație directă în favoarea creditorilor săi, prin plata unui "preț" pentru sumele împrumutate. Acest preț poate lua forma dobânzii, a câştigului sau ambele forme, la care se adaugă de multe ori şi alte avantaje materiale.

În condițiile evoluției tehnicilor financiare în economiile contemporane, contraprestația poate fi anulată sau redusă. În cazul anulării contraprestației, proces destul de rar întâlnit, nu poate fi vorba de insolvabilitatea statului, ci este cazul deprecierii monedei prin inflație accelerată. Reducerea contraprestației poate fi voluntară, sau forțată, apariție cunoscută în tehnica împrumuturilor de stat sub denumirea de conversie.

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce priveşte conținutul economic al împrumuturilor de stat, concepția clasică şi cea modernă asupra finanțelor sunt diametral opuse.

În acest sens, în concepția clasică se consideră că împrumuturile de stat, deşi asigură momentan acoperirea diferenței dintre cheltuielile bugetare şi veniturile ordinare, vor trebui rambursate ulterior, inclusiv plata dobânzilor aferente, pe seama resurselor ordinare (impozite şi taxe viitoare. Împrumuturile apar astfel ca impozite amânate; impozitul viitor este de fapt resursa financiară publică, împrumuturile contractate în prezent nefiind altceva decât avansuri în contul impozitelor viitoare.

Se vorbeşte în acest sens de împrumuturi ca impozite translate asupra generațiilor viitoare, ca o sarcină fiscală suplimentară asupra generațiilor viitoare.

Reprezentanții concepției moderne (Maurice Duverger) contestă această sarcină fiscală suplimentară amânată, arătând că generațiile prezente şi nu cele viitoare suportă sarcina fiscală.

Problema poaté fi tratată nuanțat, în funcție de modul de abordare: individual, la nivelul unui contribuabil, sau global, la nivelul întregii societăți.

La nivelul unui contribuabil sarcina fiscală suplimentară viitoare este evidentă, impozitele trebuind majorate pentru a acoperi serviciul datoriei publice. Această sarcină este compensată de avantajele prezente, când pot plasa o parte din venituri în împrumuturi de stat în loc să le transfere definitiv la dispoziția statului cu titlu de impozit.

La nivelul întregii societăți, subscriitorii şi contribuabilii îşi pierd identitatea, potențialii subscriitori regăsindu-se şi în masa contribuabilor. Singura diferență dintre impozit şi împrumut este aceea că prelevările din puterea de cumpărare operează asupra unor categorii individuale diferite.

Un impozit pe capital sau pe venit afectează şi pe contribuabilii ce ar putea deveni subscriitori la un eventual împrumut. Dacă societatea doreşte scoli, drumuri publice, spitale etc., va trebui să accepte ca o parte din puterea de cumpărare prezentă să fie orientată spre asemenea utilizări şi nu spre altele. Prin urmare, generația prezentă, în ansamblul ei, suportă sacrificiul corespunzător.

În ceea ce priveşte generațiile viitoare, nu apare o sarcină suplimentară, ci numai redistribuire a puterii de cumpărare între contribuabili şi subscriitori, indirect, prin intermediul statului. Contribuabilii cedează părți din puterea de cumpărare la dispoziția statului, care le redistribuie în favoarea creditorilor săi, la nivelul societății puterea de cumpărare rămânând aceiaşi. Mai mult, generațiile viitoare beneficiază în primul rând, de avantaje şi serviciile corespunzătoare cheltuielilor publice acoperite din împrumuturi.

De asemenea, sarcina fiscală a generațiilor viitoare poate fi interpretată diferentiat în funcție de destinațiile resurselor împrumutate, de natura cheltuielilor publice acoperite pe seama împrumuturilor.

Dacă resursele capătă destinații productive, dobânzile cuvenite creditorilor statului pot fi acoperite din valoarea nou creată, nefiind necesară majorarea impozitelor sau introducerea de noi impozite în viitor pentru acoperirea cheltuielilor legate de împrumuturi.

Scanned with OKEN Scanner

Chiar dacă destinațiile resurselor împrumutate au caracter neproductiv direct, cum este cazul cheltuielilor militare, al celor pentru menținerea ordinii interne ş.a., dacă se acceptă efectul de multiplicare a produsului național pe seama cheltuielilor publice finanțate peste veniturile ordinare, atunci sarcina fiscală a generațiilor viitoare nu este neaparat mai mare. Creşterea venitului pe seama efectului multiplicator al cheltuielilor publice semnifică şi o creştere a bazei de impozitare şi, în consecință, resursele suplimentare necesare acoperirii costurilor împrumutului pot fi obținute fără modificări ale regimului de impozitare. Chiar şi în cazul majorării cotelor de impozitare, sarcina fiscală se suportă mai uşor, raționamentul fiind următorul: sporul de venit național se regăseşte şi într-un spor de consum, iar utilitatea marginală a veniturilor şi consumului fiind descrescătoare, sacrificiul, respectiv sarcina fiscală, sunt corespunzător mai mici.

După Maurice Duverger, singurul efect al împrumuturilor de stat asupra generațiilor viitoare este acela de limitare a dreptului de dispoziție a statului asupra veniturilor sale. Împrumuturile obligă la respectarea drepturilor acumulate de subscriitori şi urmaşii acestora, statul fiind liber să aleagă doar modalitățile de procurare a resurselor acoperitoare.

În concluzie, generațiile viitoare nu ar suporta o sarcina economică, ci o "servitute juridică", care vine să limiteze puterile guvernanților.

Opinii contradictorii se manifestă şi în legătură cu efectele împrumuturilor efectuate de stat asupra capitalurilor.

În acest sens, A. Smith şi D. Richardo apreciază că orice împrumut contractat de stat - intern sau extern - diminuează capitalul productiv şi reduce produsul național. Pentru A. Smith, împrumutul public duce la "neglijarea pământului", la irosirea şi emigrarea capitalului; creşterea enormă a datoriilor care apasă asupra marilor națiuni ale Europei le va ruina pe toate în cele din urmă, aşa cum s-a întâmplat cu republicile italiene care au slăbit, printre altele, şi ca urmare a datoriei publice[1]. El consideră că acel capital pe care creditorii îl acordă statului reprezintă "abaterea unei anumite porțiuni din produsul anual de la funcția sa de capital, spre a servi funcției de venit, (...) abaterea de la întreținerea muncitorilor productivi, spre a întreține pe cei neproductivi şi spre a fi cheltuit şi risipit (...) fără nici o speranță de reproducere nici măcar in viitor"[2]. Tot el afirmă că este o greşeală să se creadă că o dificultate reală națională poate fi înlăturată trecând o sarcină de pe umerii unei clase a societății care trebuie să o suporte, în mod just, pe umerii altei clase care, după toate principiile de echitate, nu trebuie să suporte mai mult decât partea sa". (Idem).

Cheltuielile de rambursare a împrumutului public ar trebui deci să fie suportate dintr-un fond de amortizare obținut printr-un excedent bugetar, deoarece prin economii acest fond ar trebui să ajungă ceea ce trebuie să fie, adică un fond real şi eficient pentru plata datoriei publice.

---

[1] A. Smith, "*Avuția națiunilor*", vol.2, p.325
[2] I. Văcărel, *Finanțe*, EDP 1970, p. 265

Scanned with OKEN Scanner

Odată cu reconsiderarea concepției despre finanțele publice, s-a schimbat şi abordarea relației credit public-capital, pe fundalul acceptării deficitului bugetar ca impas financiar şi ca instrument de influențare a activității economice.

Unii economişti arată că recurgerea la împrumuturi publice nu are efecte negative în planul formării utilizării capitalului, atât la nivelul individului, cât şi la nivelul întregii societăți. Astfel, pentru un întreprinzător (investitor) individual, împrumutul constituie un plasament; nu îi diminuează averea, ci apare ca o formă sigură, fără risc, de valorificare a acesteia.

La nivelul societății, capitalul națiunii nu este afectat mai mult de împrumuturi comparativ cu alte procedee de mobilizare a resurselor financiare publice. În acest sens, M. Duverger afirmă că un împrumut public care are ca suport disponibilități rezultate din diminuarea consumului la agenții economici privați, ce sunt reorientate spre dezvoltarea echipamentelor, retehnologizare, conservă şi creşte capitalul național fără a-l afecta. Ceea ce diminuează capitalul național şi afectează condițiile formarii acestuia sunt situațiile în care agenții privați prefera să consume profiturile şi nu să le reivestească, situațiile în care statul face economii la cheltuielile de întreținere a drumurilor, căilor ferate etc.

Scanned with OKEN Scanner

PARTEA A II-A

BĂNCILE ŞI CREDITUL ÎN CONTEXTUL TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

- CREDITAREA BANCARĂ ŞI CREŞTEREA ECONOMICĂ
- REORGANIZAREA SISTEMULUI BANCAR ÎN ROMÂNIA ŞI ROLUL BĂNCILOR ÎN ECONOMIA CONCURENŢIALĂ
- COMPENSĂRILE INTER-ÎNTREPRINDERI-MODALITATE DE STINGERE A DATORIILOR ŞI CREANŢELOR RECIPROCE
- DEZVOLTAREA TEHNOLOGIILOR BANCARE BAZATE PE INSTRUMENTE ELECTRONICE
- ROLUL BĂNCII CENTRALE ÎN CRIZELE BANCARE
- O MODALITATE DE EVALUARE A RISCULUI ÎN SISTEMUL BANCAR
- INSTRUMENTE DE PLATĂ ŞI DE CREDIT ÎN PERIOADA DE TRANZIŢIE

Scanned with OKEN Scanner

2.1. CREDITAREA BANCARĂ ŞI CREŞTEREA ECONOMICĂ

Prof. univ. dr. Vasile TURLIUC

Problema creşterii economice este oricând actuală şi importantă. Cu atât mai mult ea devine la noi imperioasă după ani de evoluţie descendentă şi de agravare în ultimul timp a acestei tendinţe. Este acută în context problema factorilor care o generează, a intensităţii cu care aceştia acţionează şi a aportului "specific" al fiecăruia dintre ei. În afară de orice îndoială, evoluţiile negative ale stării macroeconomiei sunt legate de indecizia politică de a rupe cu un anume trecut, cu preocupările covârşitoare de protecţie socială prin redistribuirea puţinului existent faţă de cele de statornicire a tipului economiei de piaţă capabilă să promoveze randamentul economic ridicat, creşterea economică şi sporirea resurselor necesare ameliorării reale a condiţiilor de viaţă ale populaţiei.

Principalul resort de propulsare a eficienţei este proprietatea privată şi organizarea întreprinderilor subordonată profitului, creşterii veniturilor acţionarilor, ale categoriilor salariale şi alocărilor pentru investiţii, în directă dependenţă de productivitatea folosirii resurselor şi asigurarea adaptării structurii producţiei şi calităţii produselor la exigenţele pieţei. În perioada de post privatizare, mai este necesară maturizarea mecanismelor pieţei care să favorizeze formarea rentabilităţii reale, concludente şi structurarea de nuclee de conducere interesate, viabile la nivelul agenţilor economici.

Cele două exigenţe mai sus formulate - maturizarea mecanismelor pieţei care să conducă la formarea unor rentabilităţi reprezentative pentru calitatea prestaţiei agenţilor economici şi constituirea de nuclee de acţionari vital interesaţi în ridicarea profitabilităţii întreprinderii, capabili să formuleze ei înşişi sau prin structuri salariale scenarii viabile de evoluţie şi, mai mult decât atât să le impună în consiliile de administraţie, spre aplicare practică - sunt exigenţe fundamentale pentru ca economia post privatizată să devină economie de piaţă.

Realizarea privatizării în proporţii predominante, astfel încât să devină suportul funcţionalităţii mecanismelor economiei de piaţă presupune înlocuirea unei economii de nonconcurenţă cu o economie concurenţială. În principal, preţurile trebuie să se degaje obiectiv din confruntarea unui număr de producători şi ofertanţi suficient de mare pentru diversele mărfuri, încât înţelegerile dintre aceştia să nu poată impune preţuri ridicate, iar organele de supraveghere a formării preţurilor să descurajeze şi să preîntâmpine orice tendinţe de monopol.

Numai în condiţiile preţurilor născute din concurenţă, a unor preţuri formate în afara acţiunilor subiectiviste, rentabilitatea poate exprima fidel eficienţa din economie şi constitui etalonul indubitabil pentru măsurarea ei. Numai în aceste condiţii se elimină carenţa principală a economiei socialiste de a fi generat inevitabil fie rentabilitate fără merit, ca urmare a unor preţuri supradimensionate de către autoritatea statală, fie o rentabilitate micşorată sau chiar situaţia de deficit financiar fără vină, consecinţă a unor preţuri subdiminuate de către autorităţi.

Scanned with OKEN Scanner

Fără acest mecanism în esenţă spontan preţurile şi rentabilităţile juste nu se pot statornici iar stimulentele propulsoare spre eficienţă nu pot acţiona marcat.

În condiţiile actuale intervenţia statului în formarea preţurilor şi prin urmare şi a rezultatelor financiare ale agenţilor economici este de regulă excesivă şi în loc de a avea preţuri ale pieţei avem preţuri ale autorităţilor publice, preţuri distorsionate întrucât accizele şi impozitele tind uneori să depăşească 50 şi chiar 60 la sută din mărimea lor. Asemenea preţuri se propagă distorsionant în întreaga economie şi afectează reprezentativitatea ansamblului mecanismului financiar.

Tendinţele actuale de a îngloba în costuri o tot mai mare arie de elemente dincolo de costurile propriu-zise - accize, ajutor de şomaj, contribuţii pentru asigurările sociale etc. - denaturează costurile şi rentabilităţile, iar preţurile astfel formate sunt ale unei economii dirigiste. De pe un asemenea fundal nu ne putem aştepta la o potenţare reală a stimulentelor în viaţa întreprinderilor şi nici la schimbarea radicală a managementului financiar al agenţilor economici.

Această prezentare a cadrului general a evoluţiei economiei de după privatizare se cere a fi urmată de o analiză specializată cel puţin a unor factori specifici de acţiune asupra stării economice, între care menţionăm: nivelul fiscalităţii; creditarea bancară şi regimul dobânzilor; politica vamală şi protecţionismul; piaţa de capital şi relaţia cu organismele financiar-bancare internaţionale şi altele. Dintre aceşti factori, ne vom opri aici asupra creditării bancare, sursă de finanţare specifică în legătură cu care s-au exprimat cele mai "avântate" idei, s-au formulat scenariile cele mai hazardate şi s-au produs cele mai grave abuzuri.

Creditarea bancară şi dobânda au repercutat asupra dinamicii activităţii economice fiind în legătură cu nivelul resurselor de finanţare şi costul acestora.

Un complex de împrejurări a făcut ca abordarea creditului bancar în contextul debutului tranziţiei, dar în bună măsură şi ulterior să fie făcută fără rigoare, nu atât din necunoaşterea aprofundată a domeniului bancar cât ca un refugiu pe fondul incapacităţii de a găsi soluţii reale în sferele în care acestea îşi au locul firesc.

Creditarea bancară apărea în optica acestor protagonişti mai ales ca o resursă liberă, nu se ştie cum multiplicabilă fără limită sau care îşi creează implicit baza de amplificare - susţine un bogat filon al doctrinei de tradiţie în numele priorităţii operaţiunilor active faţă de cele pasive. Astfel, alimentarea emisiunii monetare la nivel suficient şi neinflaţionist s-ar putea realiza indiferent de proporţiile economisirii şi ale acumulărilor băneşti din economie.

Creditarea bancară apărea, totodată, o resursă ieftină, finanţarea sub această formă fiind posibil a se practica în condiţiile unor rate de dobânzi reduse, bonificate sau subvenţionate de la bugetul statului.

Acordarea creditelor se impunea a se efectua prin băncile de stat moştenite, care, ca şi întregul aparat de stat trebuiau să servească noile organe ale puterii. Eludarea criteriilor bancare profesioniste de creditare nu părea un sacrificiu prea mare.

Scanned with OKEN Scanner

O suită de carenţe în economia românească şi în modul de derulare a creditării bancare au împiedicat ca aceasta să servească cu consecvenţă exigentele creşterii economice.

Creditul bancar a înregistrat înainte de 1990 creşteri ce au depăşit indicatorii macroeconomici[1], urmare a amplificării fenomenului de suprastocare, a reducerii eficienţei cheltuielilor de producţie şi chiar a producţiei în condiţii de deficit financiar.

Dinamica mai accelerată a creditului faţă de indicatorii producţiei în perioada anilor 70 şi 80 reprezenta "preţul" plătit din cauza caracterului neselectiv al mecanismului economic cu reglare centralizată, care trebuia să menţină "în front" şi întreprinderile ineficiente economic, pentru că lipsea, şi nu întâmplător soluţia falimentului care să asigure selecţia. Altfel, creditele se acordau nu numai ca anticipare a veniturilor viitoare, ci şi pentru compensare a deficitului peren de încasări faţă de plăţi substituindu-se subvenţiilor bugetare. Astfel bugetul public ar fi trebuit să intervină în finanţarea întreprinderilor de stat.

Politica restrictivă de creditare, intensificată la jumătatea anului 1986, n-a eliminat supracreditarea şi nici nu a impus o mai reală diferenţiere în creditare între întreprinderile cu bune rezultate faţă de cele cu slabe rezultate financiare. Dobânzile bancare n-au fost conectate la intenţiile de creditare restrictivă. Ele nu au fost mărite ci micşorate, devenind notoriu faptul că întreprinderile de stat şi planificarea pe bază de directive au rămas fundamental în afara instrumentelor de stimulare economică, întreprinderile fiind sensibile doar la acţiunea bazată pe autoritatea publică.

În perioada de după 1989, sistemul bancar multă vreme în întregime etatist a fost "liberalizat", ceea ce a permis adesea creditarea unor persoane fizice şi agenţi economici privatizaţi fără rigorile care să asigure rambursabilitatea la termen. Presiunile noilor factori de putere şi rezistenţa anemică a managerilor băncilor etatiste faţă de aceste presiuni au permis creditarea largă a întreprinderilor şi persoanelor fizice pentru acţiuni fără aport la creşterea economică, iar în sectorul întreprinderilor de stat, acoperirea prin credit a pierderilor a fost realizată sistematic pe baza deciziilor autorităţii publice şi a condus, de regulă, la acoperirea unor goluri financiare crescânde.

Privită în ansamblul ei, creditarea bancară la noi a reprezentat un "melange" de fenomene de supracreditare şi subcreditare, cu mari abateri de la dimensionarea optimă a creditelor justificată prin impactul cel mai favorabil asupra creşterii economice, consolidării gestiunii agenţilor economici, sistemului bancar şi a monedei.

Creditarea bancară, ca şi orice altă finanţare, se poate aprecia stabilind corelaţii cu dinamica activităţii economice şi cu rezultate financiare ce se obţin.

---

[1] V. Turliuc, *Actualitatea analizei structurale a masei monetare în circulaţie*, în Analele Ştiinţifice ale Universităţii "Al.I.Cuza" Iaşi, Seria Economie, volumul XXXIV, 1988

Scanned with OKEN Scanner

Tabel 1. Principalii indicatori macroeconomici în perioada anilor 1985-1997

Indicatori	UM	1985	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997/ 1990
PIB	mld lei (preţuri curente	817,4	800,0	857,9	2203,9	6029,2	20035	49773,2	72163,5	108390,9	249750,2	291,12 ori
Creditul intern	mld lei			553,7	674,6	1255,1	2640,2	5523,7	12350,8	22493,2	40958,5	73,97 ori
Rata medie a dob. la soc. bancare	%			3,8	14,8	49,6	58,9	91,4	48,6	55,8	63,7	
Masa monetară	mld lei	318,8	420,9	514,4	1033,3	1856,1	4472,4	10648,7	18278,1	30334,6	62145,3	120,81 ori
Rata inflaţiei (Nivel la sfârşitul perioadei)	%		1,1	37,7	222,8	199,2	295,5	61,7	27,8	56,9	151,4	
Cursul de schimb la sfârşitul perioadei	lei/USD			34,71	189,00	460,00	1276,00	1767,00	2578,00	4035,00	8023,00	231,14 ori

Deşi factorul inflaţie a repercutat asupra corelaţiilor dintre indicatorii macroeconomici luaţi în considerare, acestea rămân în bună măsură semnificative. Astfel, ca urmare a escaladării inflaţioniste a preţurilor în perioada 1990-1997, deşi în termeni reali PIB a înregistrat o sensibilă diminuare, în termeni nominali creşterea a fost de 291 ori, masa monetară a crescut cu 120,8 ori iar creditul intern de 73,97 ori.

Fenomenul de subcreditare pe care evoluţia acestor indicatori îl reflectă este, pe baza datelor de mai sus, evident.

În legătură cu reţinerea agenţilor economici de a apela la credite în condiţiile unor dobânzi tot mai ridicate, ea s-a manifestat mai pregnant în cazul întreprinzătorilor particulari ce-şi vedeau ameninţate şansele unei activităţi rentabile. În ce-i priveşte pe întreprinzătorii statali ei sunt preocupaţi să dăinuie indiferent de costul creditului şi impactul acestuia asupra rentabilităţii lor.

Subcreditarea era în al doilea rând legată de mentalitatea perpetuată în sistemul bancar etatist cu privire la garantarea "materială" a creditului.

Garantarea creditelor era prevăzută în toate normele de lucru bancare şi ea trebuia probată palpabil şi scriptic prin raportare la stocuri de produse finite, producţie în curs de fabricaţie, materii prime şi materiale în stoc, active fixe etc. În prim plan se afla demonstrarea documentară a valorilor materiale constituite drept garanţie, care cel mai adesea era în contradicţie cu posibilitatea dobândirii de venituri băneşti oportune şi suficiente pentru returnarea creditului bancar. Ideea de existenţă a valorilor materiale ca atare reprezentând garanţia creditului prevala uneori până la ignorarea posibilităţii realizării fluxului economic, care trebuia să fie suportul degajării corespunzătoare a veniturilor băneşti, prin care să se ajungă la realizarea corespondentului financiar necesar pentru rambursarea creditului. Latura formală a garantării materiale a creditului se substituia în totul

Scanned with OKEN Scanner

chestiunii de fond a realizării premiselor financiare pentru restituirea în termen a creditelor. Plecând de la exigențele de fond, garanția creditelor trebuie să fie financiară şi nu materială sub raport formal.

Exigența privind garantarea "materială" a creditului permitea eludarea posibilităţii transformării în bani a numitei garanții şi chiar a nivelului de sumă posibilă a se obține la vânzare. Suprasolicitarea garanției constituite față de suma creditului contractat nu reprezenta o soluție reală devreme ce posibilitatea vânzării bunurilor gajate era îndoielnică sau inexistentă.

Condiția esențială a garantării creditelor este perspectiva financiară a afacerii agentului economic, în legătură cu care banca trebuie să-şi formeze propria-i optică. În funcție de această optică banca decide asupra acordării creditului.

Fenomenul predominant al subcreditării ilustrat de datele din tabel este de fapt mult mai grav dacă avem în vedere fenomenele de supracreditare. Băncile au acordat credite cu uşurință în condiții de favoritism atât sub raportul sumelor, al termenelor de rambursare prea generoase şi al perceperii de dobânzi reduse, bonificate sau subvenționate. Pe această cale şi condițiile de promovare a spiritului de competitivitate au suferit degradări, iar prin utilizarea creditelor dobândite pentru scopuri personale, de consum, resursele financiare au fost drenate spre utilizări nelegate de creşterea economică.

Băncile etatiste s-au manifestat prea adesea reticent la ideea de risc în creditare, chiar şi în cazurile în care managementul firmelor contractante de credit prezenta calități evidente. Cu atât mai puțin se angajau băncile cu capital de stat în a susține prin creditare întreprinzători cu dificultăți financiare dar potențiali viabili şi, ca atare, cu posibilități de a contribui la creşterea economică în raza lor de activitate.

Schimbarea comportamentului şi a managementului bancar nu poate surveni procedându-se într-o manieră iluministă, de explicare a efectelor favorabile ce ar decurge pentru bănci şi pentru economie în general dintr-un management bancar consonant cu dezideratele creşterii economice.

Această schimbare nu se poate produce şi nu se va produce doar prin ameliorarea convingerilor conducătorilor din sfera bancară şi din economia reală de necesitatea managementului performant practicat în economia occidentală, de necesitatea aplicării "tehnologiilor" de management din țările dezvoltate cu economie de piață. Suportul principal al acestor schimbări de management nu este "importul" de management ci statornicirea predominantă a întreprinderilor private, îmbunătățirea conducerii lor prin potențarea semnificativă a spiritului concurențial în activitatea din domeniul economiei şi al sferei bancare înseşi.

Scanned with OKEN Scanner

2.2. REORGANIZAREA SISTEMULUI BANCAR ÎN ROMÂNIA ŞI ROLUL BĂNCILOR ÎN ECONOMIA CONCURENȚIALĂ

Prof. univ. dr.Vasile COCRIŞ

Procesul de trecere la economia de piață în țara noastră presupune nu numai o schimbare în concepția activității bancare, ci şi o nouă organizare a sistemului bancar. Se are în vedere o adaptare a structurii organizatorice a sistemului bancar din țara noastră la standardele sistemelor din țările occidentale dezvoltate. În esență, trebuie avută în vedere constituirea unei rețele bancare diversificate, capabile să se adapteze la cerințele unei economii moderne, bazată în cea mai mare parte pe proprietatea privată, promovând concurența şi competența.

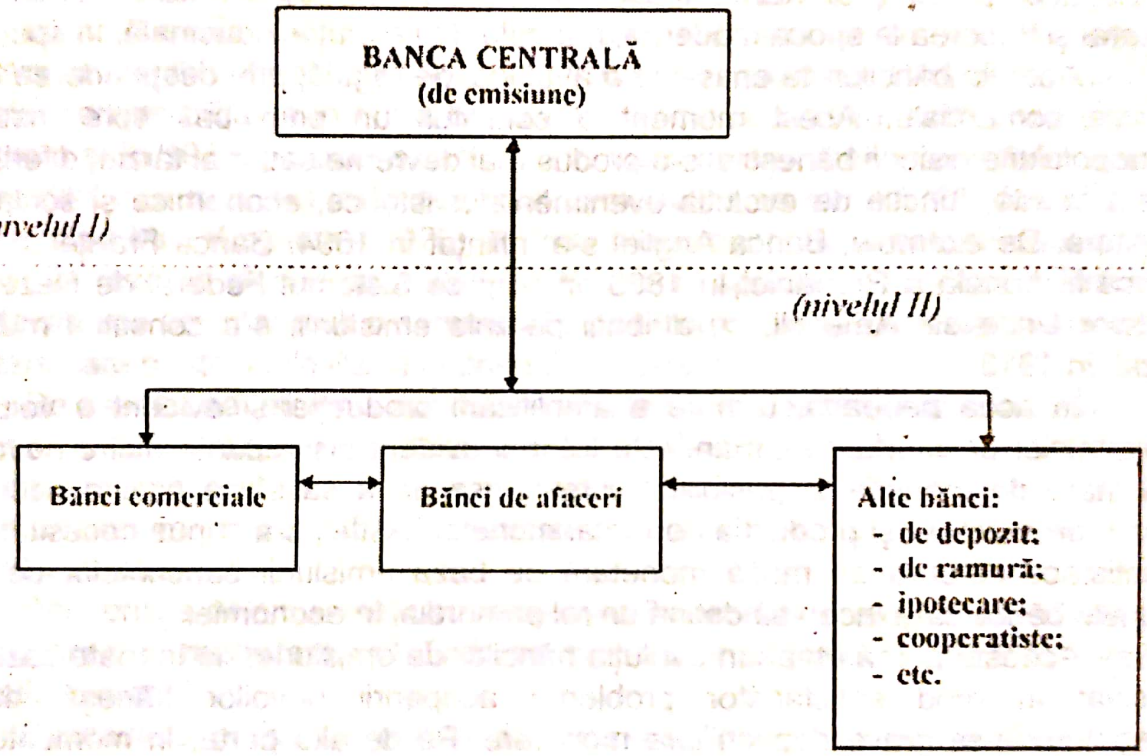


Fig.1 Structura sistemului bancar

O astfel de organizare bancară (a se vedea fig.1) se raportează, în principal, la următoarea structură:

a) ***Banca centrală***, este acea instituție bancară care funcționează în fiecare țară şi se găseşte în fruntea "piramidei" sistemului bancar. Întrucât, banca centrală coordonează întrega activitate bancară, iar clientela sa o reprezintă, în primul rând, băncile comerciale, această bancă mai este numită semnificativ şi "bancă a băncilor".

Banca de emisiune, prin importanța activității sale privind determinarea stării monetare la nivel macro şi microeconomic, prin influențele pe care le poate exercita asupra celorlalte instituții financiar-bancare şi asupra economiei, în general, deține o

Scanned with OKEN Scanner

poziție prioritară în cadrul oricărui sistem bancar. Mai mult, prin funcțiile pe care le îndeplinește, prin multiplele legături stabilite cu celelalte bănci și prin acestea cu întreaga economie, banca de emisiune reprezintă așa-zisa "placă turnantă" a sistemului bancar.

Banca de emisiune, ca bancă centrală este amplu implicată în emisiunea monetară, în procesul de creditare și de influențare a economiei prin monedă și credit, în operațiunile cu valute, în operațiunile bursiere și în alte operațiuni importante din punct de vedere monetar și al creditului. Toate acestea ne arată că, pentru a înțelege importanța și implicațiile băncii centrale din punct de vedere al managementului bancar, se impune o bună cunoaștere a funcționalității sale.

Originea băncilor de emisiune este strâns legată de apariția monedei fiduciare, de rolul pe care bancnotele l-au îndeplinit în cadrul circulației monetare, fenomene care s-au amplificat și au decurs firesc odată cu dezvoltarea activității economice, în general și trecerea la epoca modernă, marcată de revoluția industrială, în special.

Apariția băncilor de emisiune a avut loc, de regulă, prin desprinderea lor din băncile comerciale. Acest moment a constituit un prim pas spre instituirea monopolului emisiunii băneşti şi s-a produs mai devreme sau mai târziu, diferit de la o țară la alta, funcție de evoluția evenimentelor istorice, economice și sociale ale acestora. De exemplu, Banca Angliei s-a înființat în 1694, Banca Franței în 1800, Banca Națională a României în 1880, în timp ce Sistemul Federal de Rezerve al Statelor Unite ale Americii, cu atribuții pe linia emisiunii, s-a constituit mult mai târziu, în 1913.

În acea perioadă, urmare a amplificării producției și evident a volumului schimburilor de mărfuri, se manifesta tot mai evident discrepanța dintre nevoia tot mai mare de monedă și posibilitățile restrânse de a satisface aceste necesități, funcție de efectivul și producția de metal monetar. Astfel, s-a impus necesitatea de a satisface cererea de masă monetară pe baza emisiunii bancnotelor de către anumite bănci, care încep să dețină un rol primordial în economie.

Această primă etapă în evoluția băncilor de emisiune, nu în toate cazurile a rezolvat în mod satisfăcător problema acoperirii nevoilor băneşti, deseori înregistrându-se grave dezechilibre monetare. Pe de altă parte, în momentele de criză, aproape în toate țările se manifestau desincronizări cu efecte negative, determinate de o emisiune excedentară de monedă fiduciară. Aceste fenomene se produceau fie din necunoașterea sau neînțelegerea noilor mecanisme de emisiune, fie din lipsa unor reglementări.

Astfel că, în mod necesar, etapa hotărâtoare în dezvoltarea și consolidarea băncilor de emisiune a fost etapa reglementărilor de către statul de drept a sistemului de emisiune, ceea ce concomitent, a dus la instituirea monopolului asupra emisiunii.

De exemplu, în Anglia, reglementarea activității de emisiune s-a realizat pentru prima dată prin legea lui Robert Peel (1844). În Franța, excluderea de la dreptul de emisiune a băncilor departamentale și asigurarea monopolului emisiunii Băncii Franței s-a produs în 1848. Înființarea Sistemului Federal de Rezerve din

Scanned with OKEN Scanner

Statele Unite ale Americii în anul 1913, ca autoritate monetară unică, înlocuieşte activitatea de emisune a celor 7500 de bănci naționale.

Consolidarea în țările dezvoltate a unui sistem de emisiune reglementat şi sub tutela statului, expresie directă a procesului de dezvoltare a pieţelor naționale, constituie unul din punctele de rezistență în eşafodajul economiei de piață moderne.

Țările angajate mai târziu în procesul de industrializare a economiei, au avut deja un model al organizării băncii de emisiune pe care l-au preluat şi adaptat la cerințele proprii, aşa cum s-a întâmplat şi la noi în 1880, când s-a înființat Banca Națională a României. Totuşi, în majoritatea țărilor, deşi activitatea băncilor de emisiune se desfăşoară sub reglementarea şi girul statului, acestea se bucură de o anumită stare de independență şi autonomie în luarea deciziilor şi promovarea politicii monetare şi de credit. Legătura dintre stat şi banca de emisiune se statuează pe temeiul privilegiului de emisiune pe care statul îl conferă acesteia.

Inițial, băncile de emisiune şi-au constituit rezerve în aur în vederea asigurării convertibilității bancnotelor, potrivit parității monetare. Ulterior, cu toate că s-a sistat convertibilitatea în aur a bancnotelor (odată cu primul război mondial, pe plan intern şi în 1971, pe plan extern, atunci când dolarul american a fost declarat neconvertibil în aur) şi s-a instituționalizat demonetizarea aurului (Conferința țărilor membre ale FMI - Kingston - 1976), tot mai multe bănci de emisiune continuă să păstreze în rezervă stocuri de metale prețioase, în special în aur. Considerăm că această situație are mai mult o semnificație psihologică, fiind expresia unei rezerve monetare care poate fi folosită în împrejurări deosebite.

De asemenea, etalonul aur-devize a determinat deținerea de către banca de emisiune a unor rezerve valutare ample în vederea asigurării condițiilor de convertibilitate pe plan extern. Rezervele de aur s-au menținut şi în perioada imediat următoare, asigurând funcționalitate mecanismului cursurilor fixe din cadrul etalonului aur-devize.

Prin funcția de emisiune, banca centrală îşi exercită prerogativele în ceea ce priveşte **creația monetară**, situându-se pe cea mai înaltă treaptă în ierarhia sistemului bancar.

Bancnotele emise de banca de emisiune, alături de moneda scripturală evidențiată în conturi şi în depozitele constituite, denumite şi deținerii de monedă centrală (pot fi oricând tranformate în bancnote ale băncii de emisiune, deci în monedă) reprezintă partea substanțială a circulației monetare, deci componenta de bază a masei monetare structurate în M_1 (moneda).

Emisiunea, ca funcție de bază a băncii centrale, în unele țări, cum ar fi, de exemplu Anglia, face obiectul unui departament special al emisiunii. Se are în vedere faptul că, prin funcția de emisiune, banca de emisiune poartă răspunderea calității circulației monetare, ceea ce înainte de toate este o expresie cantitativă. Dimensiunea masei monetare (oferta de monedă), măsura în care aceasta satisface nevoile circulației (cererea de monedă), sau le depăşeşte, constituie probleme vitale ale oricărei economii şi responsabilități ce revin, în primul rând, băncii de emisiune. Ori, toate aceste probleme de o maximă sensibilitate se

Scanned with OKEN Scanner

constituie în obiective ale managementului bancar, în general, şi ale managementului băncii centrale, în mod deosebit. În acest sens, banca de emisiune apelează la o serie de pârghii monetare şi de credit specifice, urmărind prin aceasta transpunerea în practică a obiectivelor unor politici monetare adecvate.

Într-o relaţie organică, funcţia de emisiune implică funcţia de creditare. Emisiunea bancnotelor, ele însele titluri de credit asupra băncilor de emisiune, şi de fapt, emisiunea propriu-zisă a banilor nu reprezintă altceva decât creare de **mijloace de plată**, fapt ce conferă băncilor un potenţial monetar specific. În procesul distribuirii acestor disponibilităţi prin intermediul creditului se atribuie agenţilor economici putere de cumpărare, se constituie capacitate de plată.

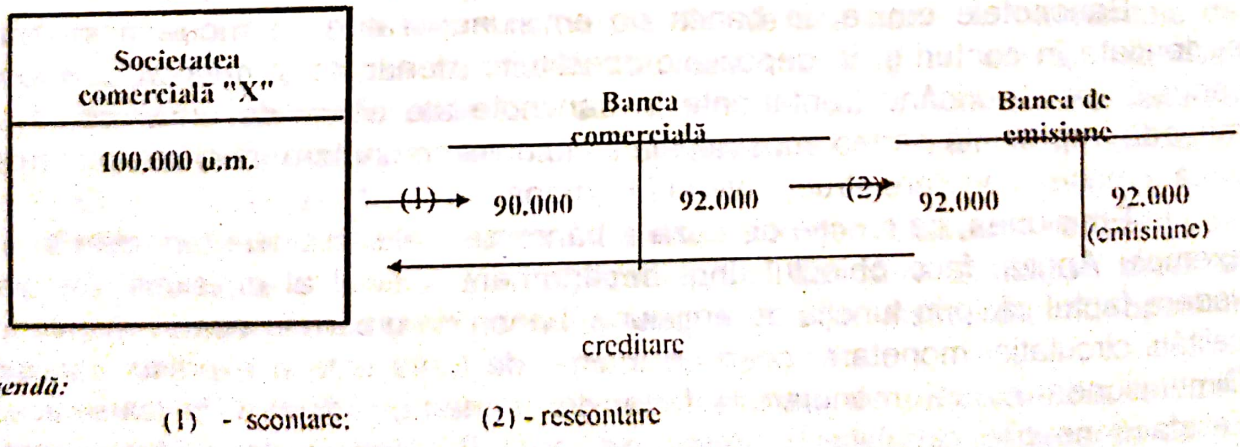
Întreg procesul de distribuire şi redistribuire a mijloacelor de plată în cadrul economiilor moderne se realizează prin intermediul sistemului bancar. Toate categoriile de bănci operaţionale, dar în special băncile comerciale sunt acelea care reprezintă intermediarii de bază între agenţii economici şi banca de emisiune. Alături de mobilizarea disponibilităţilor băneşti cu caracter temporar din economia bănească, emisiunea de monedă reprezintă principala sursă la care se apelează pentru a satisface cererea de credite.

Mai mult, mecanismul scontării şi reescontării cambiilor reprezintă forma clasică a creditării prin emisiune.

Spre exemplu, agentul economic X, beneficiar şi deţinător al unui titlu de credit de 100.000 u.m., solicită preschimbarea acestuia prin scontare la o bancă comercială care percepe o taxă a scontului de 10.000 u.m. În această situaţie, valoarea reală pe care o va obţine agentul economic va fi de 90.000 u.m. (100.000 - 10.000 = 90.000).

La rândul său, având nevoie de resurse, banca comercială se va adresa băncii de emisiune, solicitându-i reescontarea titlului de credit în condiţiile unei taxe oficiale a scontului de 8.000 u.m.. Deci, banca comercială, în schimbul cambiei va încasa de la banca de emisiune suma de 92.000 u.m. (100.000 - 8.000 = 92.000).

Schematic, această situaţie se prezintă astfel:



Legendă:

(1) - scontare; (2) - rescontare

Fig.2 Interrelaţia emisiune bănească-creditare

Scanned with OKEN Scanner

Operațiunea de reescont se manifestă diferit la cele două bănci în timp ce pentru banca comercială este o operațiune pasivă, de formare a resurselor de creditare, pentru banca de emisiune, din punct de vedere contabil, este o operațiune activă, de plasament, care duce la o creştere corespunzătoare a pasivelor, prin emisiune. Chiar dacă scontarea se produce în aceeaşi zi cu cedarea cambiei de către banca comercială, prin reescontare, banca de emisiune, va percepe, de regulă, o taxă oficială a scontului mai mică decât taxa scontului privat (în exemplul luat acestea sunt de 8.000 şi respectiv 10.000). Prin această operațiune, din valoarea scontului de 10.000, banca comercială va obține un profit de 2.000 u.m. (10.000 - 8.000). Deci, în circulația, prin emisiune, s-a pus suma de 92.000 u.m., din care societatea comercială "X" încasează 90.000 şi banca comercială îşi reține un profit de 2.000. Scopul băncii de emisiune, ca instituție de credit, este de a obține la scadență rambursarea sumei avansate băncii comerciale şi dobânda cuvenită, calculată potrivit taxei oficiale a scontului. Deci, potrivit datelor din exemplu luat, la scadență, banca de emisiune va primi de la debitor 100.000 u.m., reprezentând rambursarea sumei plătite băncii comerciale, de 92.000 u.m. şi încasarea unei taxe de reescontare de 8.000 u.m. Totodată, rambursarea sumei de către debitor se evidențiază în bilanțul băncii de emisiune ca o scădere de active, semnificând o diminuare a volumului creditelor angajate şi, totodată, o reducere de pasive, evidențiind o retragere a banilor din circulație.

Se manifestă astfel, un moment semnificativ în circulația bănească. Fiecare proces de creditare şi recreditare se desfăşoară în timp, influențând termenele de utilizare a titlurilor de credit aferente.

Rambursarea creditului în condițiile exemplului de mai sus înseamnă, pe de o parte, încetarea firească a angajamentului din cambie şi, pe de altă parte, decăderea acesteia din calitatea de titlu de credit.

Din cele relatate, se desprinde următoarea concluzie esențială pentru funcția de creditare a băncii de emisiune: atâta timp cât procesele de creditare se desfăşoară normal şi se asigură rambursarea la scadență a creditelor, funcționează principiul **circulației temporare** a banilor, în raport cu relația de credit care este legată de emisiune. Dacă acordarea creditelor de către banca de emisiune, prin reescontare, înseamnă emisiune de masă monetară, restituirea creditelor de către debitor permite băncii de emisiune retragerea din circulație a unei mase băneşti de egală valoare.

În condiții de normalitate, masa bănească pusă în circulație corespunde nevoilor de credit ale economiei, ca dimensiune şi durată. Or, băncile au obligația să asigure normalitatea, acordând credite pentru susținerea unor procese economice profitabile, viabile, pe obiecte creditabile, să urmărească mişcarea acestora, astfel ca, pe seama restituirii resurselor angajate să aibă loc **rambursarea creditului**, şi respectiv, retragerea din circulație a părții aferente din emisiunea monetară.

Ca atare, procesul de emisiune monetară este în strânsă legătură cu activitatea de creditare din economie, fiind strict determinat de aceasta.

Scanned with OKEN Scanner

De remarcat că, scontarea şi reescontarea nu sunt singurele căi de derulare a operaţiunilor de creditare efectuate de banca de emisiune. Dacă iniţial aceste operaţiuni se distingeau ca volum şi importanţă, în prezent, rolul lor s-a mai diminuat.

Băncile de emisiune derulează importante operaţiuni de creditare şi prin plasamente în hârtii de valoare. De pildă, operaţiunile de **lombardare**, de acordare a **creditelor pe gaj de hârtii de valoare**, au o pondere semnificativă în tot mai multe ţări (de exemplu în Germania).

De asemenea, operaţiunile de **creditare cu convenţie de răscumpărare** (sau pensiune în versiunea franceză), care într-o anumită măsură sunt similare cu operaţiunile de scontare, se găsesc în plină ascensiune.

Altă operaţiune activă, importantă ca pondere pentru băncile de emisiune este cumpărarea (achiziţia) de obligaţiuni şi bonuri de tezaur ale statului, operaţiuni care vizează deopotrivă băncile comerciale şi instituţiile de credit specializate prin participarea la activitatea de **recreditare**.

Specific operaţiunilor active ale băncii de emisiune este faptul că acestea se constituie într-un proces de recreditare (refinanţare) a economiei, banca centrală situându-se în postura de ultim creditor.

În activitatea bancară, acordarea creditelor este o stare iniţială, adesea de scurtă durată, a procesului de creditare, în timp ce rambursarea şi menţinerea angajamentelor de credit presupun manifestarea lor într-o anumită perioadă de timp, care necesită o acoperire pe seama resurselor provenite din **recreditare**.

Ca atare, recreditarea este o funcţie specifică sistemului bancar, prin care se recurge la noi resurse de creditare urmare a transferului de creanţe. În modul piramidal de funcţionare a sistemului bancar (banca de emisiune şi reţeaua băncilor comerciale), recreditarea constituie o stare normală de funcţionare a economie. Relaţiile de credit prin care se mobilizează capitalurile disponibile şi alte resurse specifice, includ şi o latură esenţială a lor şi anume, procesul de recreditare.

Banca centrală, deţinând privilegiul emisiunii şi gestionând această resursă specifică, urmare a poziţiei sale în raport cu celelalte bănci, îndeplineşte un rol major în procesul de recreditare, ca ultim creditor. În acest context se manifestă **atribuţiile de control şi reglementare** ale creditului.

Ca atare, băncile de emisiune au un rol important în legătură cu adoptarea în economie a unor reglementări privind acordarea creditelor, promovând o activitate managerială de influenţare a dezvoltării economice prin intermediul creditului, folosind politici monetare şi de credit adecvate.

Poziţia băncii de emisiune ca centru valutar al ţării s-a consolidat şi extins în legătură cu evoluţia formelor de convertibilitate care s-au înregistrat, în special după primul război mondial.

Odată cu sistarea convertibilităţii interne a bancnotelor în aur (încetarea funcţionării etalonului aur-clasic) şi a sistării convertibilităţii în aur a dolarului american (încheierea activităţii etalonului aur-devize - august 1971), care au marcat încetarea funcţionării mecanismului de autoreglare a cantităţii de bani în circulaţie la

Scanned with OKEN Scanner

necesităţi, banca centrală a fost aceea careia i-au revenit prerogativele echilibrării **schimburilor cu străinătatea.**

În mod normal, schimburile dintre două ţări sunt posibile numai dacă fluxurile de mărfuri, servicii, capital şi credite se echilibrează. Pentru a evidenţia această situaţie se foloseşte un instrument specific de previziune şi execuţie, numit "Balanţa de plăţi externe", a cărei urmărire, în majoritatea ţărilor cade în sarcina băncii de emisiune.

Ca atare, banca de emisiune este mandatată cu **atribuţii autoritare** de a exercita politica valutară a statului, sub forma unor facilităţi şi restricţii valutare, cum ar fi: contingentarea şi controlul asupra plăţilor în devize, preluarea în favoarea statului a unor părţi din încasările valutare, autorizarea şi controlul schimburilor valutare etc.

În condiţiile convertibilităţii valutare actuale, banca de emisiune este aceea care are ca sarcină formarea şi administrarea **rezervei valutare** în numele statului. Curent, rezervele în valută se folosesc pentru asigurarea regularizării plăţilor în valută, pentru echilibrarea schimburilor, atunci când posibilităţile de export se diminuează în raport cu nevoile de import.

De asemenea, rezervele valutare reprezintă temeiul intervenţiei băncii de emisiune pe piaţa valutară în vederea asigurării **stabilităţii cursurilor valutare.** Se ştie că, în prezent, se aplică sistemul cotării libere a cursurilor ca formă generalizată a convertibilităţii. Aceste cursuri se formează pe piaţa valutară funcţie de cerere şi ofertă. Faţă de acest sistem care se doreşte a fi exponent al "concurenţei pure", în practică adesea se produc anumite abateri.

Astfel, statele sunt nevoite să ducă o politică de protejare a nivelului cursului valutar, intervenind pe piaţa valutară şi influenţând după nevoi cererea sau oferta, după cum interesele lor o cer. Misiunea de a interveni efectiv pe piaţa valutară este încredinţată, de asemenea, băncii de emisiune care acţionează printr-un organism specializat. De exemplu, în Anglia, Franţa şi SUA funcţionează pe lângă banca de emisiune Fondul de Egalizare a Schimburilor. Intervenţia pe piaţa valutară constă în angajarea propriilor rezerve atunci când se impune o suplimentare a ofertei de valută sau prin noi achiziţii de valută pentru o amplificare a cererii.

Toate aceste operaţiuni implică o serie de cheltuieli, cum ar fi: comisioane, taxe, diferenţe de curs etc. a căror nivel şi mod de acoperire este de competenţa băncii de emisiune.

Ca centru valutar unic al ţării, banca de emisiune are ca responsabilitate directă **apărarea cursului valutar** al monedei naţionale, cu influenţe majore asupra relaţiilor comerciale cu străinătatea. De pildă, practicarea unui curs valutar defavorabil pentru moneda naţională va duce la înregistrarea unui curs de revenire nerecuperatoriu pentru produsele naţionale. Acest aspect se va concretiza într-un export de valoare, respectiv de Venit Naţional, fără echivalent. Este adevărat că acest fenomen va încuraja exporturile, dar cu ce "preţ"? Nu puţine au fost situaţiile când în ţara noastră s-a practicat oficial un curs valutar sub nivelul real. Or, statuarea unui curs valutar echilibrat duce la menţinerea competitivităţii mărfurilor

Scanned with OKEN Scanner

pe plan național, şi totodată asigură recuperea tuturor costurilor şi obținerea unui profit comparabil în raport cu alte state.

Banca de emisiune îndeplineşte un rol important în domeniul valutar şi ca reprezentant legitim al statului în relațiile internaționale. De exemplu, Banca Națională a României este aceea care reprezintă statul român în încheierea unor acorduri interstatale, interbancare sau ca participant direct la activitatea unor instituții monetare şi de credit internaționale, cum ar fi: Fondul Monetar Internațional, Fondul European de Cooperare Monetară, Banca Mondială, Banca Reglementelor Internaționale, diferite bănci regionale de dezvoltare economică etc. Urmare a participării ca membră a acestor organisme internaționale, banca de emisiune se obligă să respecte o serie reglementări şi norme de conduită în domeniul monetar şi de credit care acționează pe plan internațional, cât şi la nivel național. Tot băncii de emisiune îi revine sarcina de a garanta, în numele statului pe care-l reprezintă, poziția sa de participant la aceste organisme internaționale prin constituirea fondurilor de rezervă, alocarea directă a unor resurse, acoperirea unei cote din cheltuielile de funcționare etc.

În concluzie, banca de emisiune este exponentul statului în promovarea propriei politici monetare, valutare şi de credit, dar totodată, trebuie avute în vedere tendințele politicilor valutare practicate de alte state şi diferite organisme valutare internaționale față de care există un interes comun.

Denumirea folosită pentru banca de emisiune de "bancă a băncilor" presupune, cel puțin, două interpretări: pe de o parte, poziția centrală prin care banca de emisiune se departajează față de celelalte bănci (nivelul I în organizarea sistemului bancar) şi care-i conferă acesteia calități şi atribuții deosebite, iar pe de altă parte, banca de emisiune ca o bancă "de depozit" pentru celelalte bănci. Ca atare, între banca de emisiune şi celelalte bănci se stabilesc relații reciproce privind constituirea de resurse şi plasamentul acestora.

Băncile comerciale îşi constituie depozite într-o anumită mărime şi structură, ca resurse de creditare, dar şi din necesitatea de a-şi asigura lichidități, încadrându-se într-o anumită marjă de prudență. Pentru a onora cererea de credite şi pentru a putea restitui în orice moment depunerile la vedere, este recomandat ca băncile să nu angajeze toate resursele, şi să păstreze la o altă bancă, într-o anumită cotă rezerve.

Experiența anilor 1929-'30 de intensă criză economică în care a fost implicată direct şi activitatea bancară, care a determinat, numai în SUA, falimentarea a peste 9000 de bănci, a statuat obligativitatea constitirii de depozite la banca de emisiune, cunoscute sub denumirea de **rezerve bancare minime obligatorii.**

De asemenea, pe baza depozitelor constituite la bănci se realizează o bună **circulație a monedei scripturale**, urmare a posibilității realizării compensării creanțelor între bănci. În prezent, fenomenul de "bancarizare", care presupune o amplă derulare a plăților prin intermediul conturilor bancare, a cuprins majoritatea statelor lumii. Ca atare, plățile între clienții băncilor, devin prin intermediul conturilor, decontări între bănci.

Scanned with OKEN Scanner

De exemplu, dacă un întreprinzător "X", titular de cont, solicită băncii sale decontarea unei sume către un alt întreprinzător "Y", atunci relația de plată se evidențiază diferit, după cum:

a) cei doi întreprinzători, "X" şi "Y" au deschise conturi la aceeaşi bancă;

b) cei doi parteneri au deschise conturi la bănci diferite ("X" la banca comercială "A" şi "Y" la banca comercială "B").

Operațiunea de transfer a sumei prin intermediul monedei scripturale are următoarea configurație grafică:

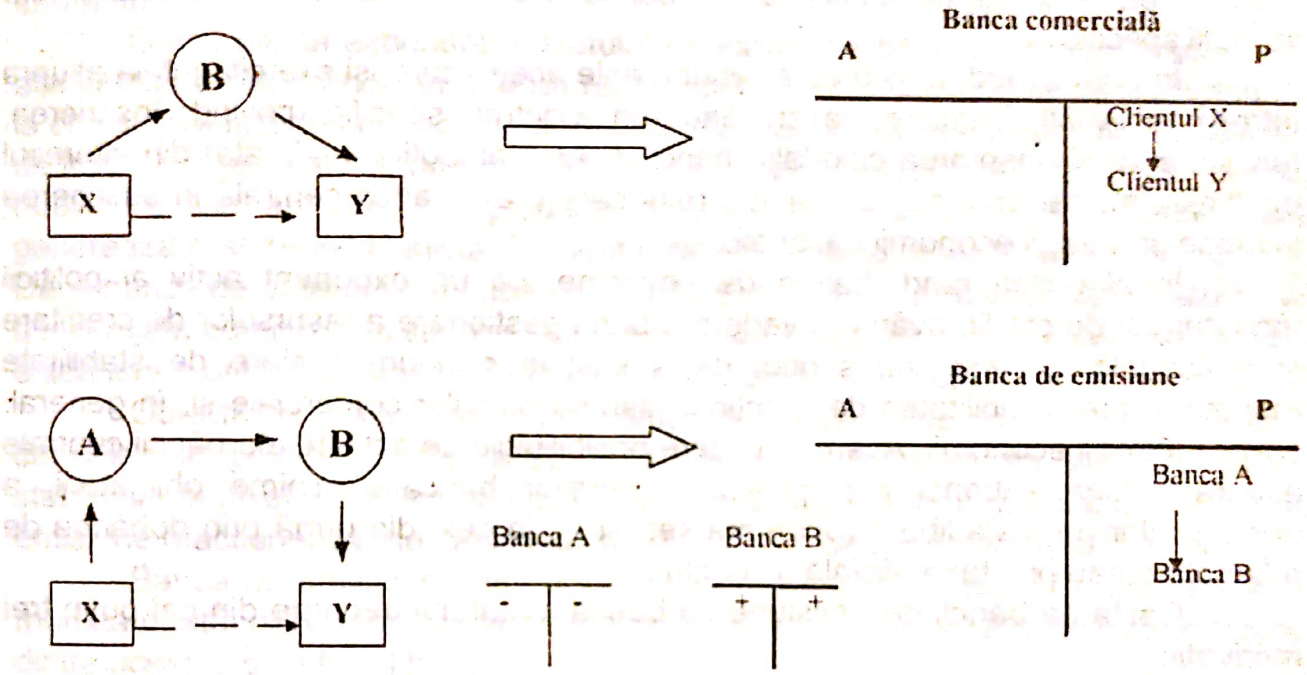


Fig.3 Fluxurile intra şi interbancare

Cu cât într-o economie rețeaua bancară este mai extinsă, cu atât mai mult se multiplică relațiile de plăți reciproce şi se amplifică fluxurile monetare. Pentru stingerea creanțelor dintre bănci, încă din secolul al XVIII-lea au apărut casele de compensații interbancare. De pildă, în Anglia, primele case de compensație (clearing house) au apărut, în 1766 la Edinburg şi în 1773 la Londra. În țara noastră, prima casa de compensații interbancare a fost înființată în 1919. Începând cu 1 mai 1995, în România s-a instituit compensarea multilaterală a plăților interbancare ca o activitate specifică băncii de emisiune.

Prin activitatea de compensare, majoritatea plăților dintre băncile comerciale generate prin operațiunile de decontare se sting (se închid) reciproc. Eventualele solduri care rezultă în final şi care reprezintă operații de plăți necompensate între băncile comerciale se reflectă la nivelul băncii centrale. Acest lucru este posibil datorită faptului că la banca de emisiune ca "bancă a băncilor" îşi au deschise conturi toate celelalte bănci. Astfel, la nivelul băncii de emisiune este posibilă compensarea finală prin trecerea sumelor dintr-un cont în altul (a se vedea fig.3). Prin stingerea acestor solduri, zilnic, fluxurile ce evidențiază circuitele băneşti

Scanned with OKEN Scanner

se închid. În ziua următoare, circuitele care evidențiază noi fluxuri monetare vor parcurge alte trasee, funcție de procesele economice care le determină. Prin operațiile de compensare care au loc între bănci se produce în mod curent o modificare a resurselor de creditare, cu implicații directe pe piața monetară interbancară. Ca urmare, relațiile de credit interbancare, decurgând din activitatea de compensare, reprezintă o premiză importantă în realizarea circulației monedei scripturale, fapt care influențează într-o oarecare măsură procesul de creditare a economiei în ansamblul său.

Poziția băncii de emisiune ca "bancă a băncilor" conferă acesteia şi alte atribuții specifice.

În primul rând, banca de emisiune este aceea care îşi exercită tutela asupra întregii activități bancare, exercitând un control specific privind înscrierea, funcționarea şi orientarea celorlalte bănci. Aceste atribuții derivă, atât din interesul de "breaslă", cât, mai cu seamă, din rolul care îl are banca centrală în susținerea intereselor întregii economii naționale.

În al doilea rând, banca de emisiune, ca un exponent activ al politicii monetare şi de credit, având în vedere o bună gestionare a resurselor de creditare şi a fluxurilor băneşti, cu scopul de a susține o anumită stare de stabilitate monetară, are posibilitatea de a acționa asupra băncilor comerciale şi, în general, asupra întregii economii. Avem în vedere posibilitățile de acțiune ale băncii centrale asupra celorlalte bănci prin politica rezervelor bancare minime obligatorii, a operațiunilor pe piața liberă (open market) şi nu în cele din urmă prin dobânda de refinanțare sau prin taxa oficială a scontului.

Calitatea băncii de emisiune ca bancă a statului decurge din cel puțin trei motivații:

- forma de proprietate a acesteia, unicul acționar fiind statul. Odată cu trecerea la economia modernă, oriunde în lume, banca de emisiune a devenit bancă a statului;
- poziția de creditor al statului. Banca de emisiune este aceea care participă direct în lansarea şi cumpărarea titlurilor de împrumut ale statului în vederea acoperirii deficitelor bugetare;
- instrument de exercitare a politicii monetare şi de credit promovate de către stat.

Toate aceste ipostaze în care se găseşte banca de emisiune sunt valabile pentru majoritatea țărilor dezvoltate.

În unele țări, inițial băncile de emisiune au fost constituite cu capital privat sau mixt, pentru ca ulterior să fie naționalizate, în timp ce în alte țări, statul a fost inițiatorul şi stăpânul absolut al băncii de emisiune, sau a avut o contribuție importantă de capital.

Se impune totuşi observația că, nu forma de proprietate este cea care determină rolul băncii de emisiune în economie, ci mai ales sistemul legislativ, care i-a conferit funcții şi atribuții deosebit de importante şi a făcut, prin lege, din banca de emisiune o bancă a statului, un principal instrument prin care statul îşi exercită prerogativele în economie.

Scanned with OKEN Scanner

S-a arătat că statul reprezintă pentru banca de emisiune unul dintre principalii beneficiari de credite. În unele țări (de pildă în Franța) se prevede prin lege ca banca de emisiune să acorde statului un avans, care reprezintă o destinație specială a unei părți din emisiunea monetară.

În alte țări (SUA, de exemplu), titlurile de credit sau hârtiile de valoare ale statului (obligațiuni, bonuri de tezaur etc.) reprezintă o pondere importantă în activele băncii de emisiune. Mai mult, în Anglia, de pildă, banca de emisiune are în atribuții administrarea datoriei publice, inclusiv efectuarea emisiunii titlurilor de împrumut.

Guvernul, ca exponent al statului în activitatea bancară, spre deosebire de alte sectoare ale economiei, are un regim special. El poate angaja împrumuturi de la el însuşi, adică de la banca de emisiune. Pe măsură ce Trezoreria vinde noi titluri de împrumut ale statului, banca de emisiune poate să răscumpere titluri ale datoriei publice emise anterior. Se produce o **monetizare a datoriei publice**, care generează o stare inflaționistă. Totodată, ratele dobânzilor au tendința să crească. Dacă banca de emisiune va duce o politică de stabilizare a ratei dobânzii, atunci va fi încurajată cumpărarea titlurilor statului pe piața liberă. Această situație generează o scădere a ofertei de masă bănească, declanşându-se o acțiune antiinflaționistă.

Obiectivele politicii monetare promovate de banca de emisiune se suprapun cu cele ale politicii fiscale, atâta timp cât ambele reprezintă instrumente de stabilizare la nivel macroeconomic. În general, politica monetară dusă de banca de emisiune reacționează mai rapid asupra stabilității monetare decât politica fiscală.

Banca de emisiune, prin funcțiile sale, se implică direct în structura masei monetare, atât din punctul de vedere al componentelor de bază, cât şi a interrelației dintre acestea şi deficitul bugetar.

Bilanțul băncii de emisiune, prin posturile sale de pasiv, pune în evidență două principale componente ale masei monetare, cunoscute în teoria şi practica bancară sub titulatura de *bază monetară* (BM). Acestea sunt:

- emisiunea bănească, atât sub forma banilor de cont, în cea mai mare parte, cât şi sub forma monedei fiduciare sau a numerarului (E);
- depozitele băncilor comerciale la banca de emisiune constituite sub denumirea specifică de "rezerve bancare minime obligatorii" (D).

Deci:

$$BM = E + D$$

Ambele componente ale bazei monetare reprezintă creanțe ale băncii de emisiune a căror titulari sunt, pe de o parte, deținătorii de disponibilități băneşti, iar pe de altă parte, băncile comerciale.

Pentru analiza emisiunii băneşti şi a determinantelor sale, se impune a se ține seama de principalele influențe ce le exercită asupra emisiunii celelalte componente ale bilanțului băncii de emisiune, fie că sunt elemente de activ, fie că sunt elemente de pasiv. Orice modificare în elementele de activ sau în cele de pasiv ale bilanțului băncii centrale vor influența direct sau indirect proporțional dimensiunea bazei monetare.

Scanned with OKEN Scanner

Pozițiile bilanțiere de activ care influențează direct proporțional şi semnificativ baza monetară sunt:

- creşterea deținerilor de titluri de împrumut sub forma bonurilor de tezaur sau înscrisurilor cambiale. O majorare a acestora va genera o emisiune monetară din partea băncii centrale şi implicit o creştere a bazei monetare;
- creşterea deținerilor de aur şi certificate DST;
- sporirea activelor aflate în decontare ca rezultat a operațiunilor pe care banca de emisiune le exercită în cadrul sistemului de compensare a plăților între celelalte bănci;
- amplificarea activității de refinanțare a celorlalte bănci.

Elementele bilanțiere de pasiv, altele decât cele ce compun baza monetară, influențează indirect proporțional mărimea acesteia. În această ipostază se află:

- depozitele Tezaurului la banca de emisiune;
- depozite ale străinătății şi alte depozite.

De asemenea, orice alte poziții, inclusiv conturile de capital din bilanțul băncii de emisiune vor contribui prin modificarea lor la influențarea bazei monetare.

În concluzie, prin exercitarea funcției de emisiune şi a celorlalte funcții, banca centrală are posibilitatea de a influența evoluția posturilor de activ şi a celor de pasiv, şi implicit modificarea bazei monetare.

În cele mai multe situații, dezechilibrele financiare cauzate de deficitele bugetare generează premisele favorabile şi condițiile realizării unor dezechilibre monetare, fenomene care duc la stări inflaționiste. Astfel, între dezechilibrul bugetar şi baza monetară se află o strânsă interdependență.

Legătura de cauzalitate dintre cele două componente se poate pune în evidență prin relația:

$$Db = Cb - Vb = BM + Dp \ ,$$

unde:

Db = deficitul bugetar;
Cb = cheltuieli bugetare;
Vb = venituri bugetare;
Dp = datoria publică.

Ca atare, acoperirea deficitului bugetar are loc inițial prin emisiunea titlurilor de stat, de regulă sub forma *bonurilor de tezaur*. Dacă titlurile de împrumut ale statului puse în circulație sunt imobilizate la deținători, urmând ca aceştia să primească venituri sub formă de dobânzi, atunci are loc o nouă creştere a datoriei publice, verificându-se relația de mai sus.

De regulă, cei care dețin titluri de împrumut ale statului, în special agenții economici, vor pune în valoare toate funcționalitățile pe care le au activele financiare, fie vânzându-le, fie angajându-le în operațiuni de creditare sub formă de garanții.

Se manifestă astfel, o primă etapă prin care deficitul bugetar generează creşterea bazei monetare. Dispunând temporar de bonuri de tezaur, în proprietate sau în garanție, băncile comerciale pot recurge la refinanțare la banca de emisiune

Scanned with OKEN Scanner

în acelaşi mod în care au fost creditaţi deţinătorii iniţiali ai acestor titluri de împrumut ale statului.

Astfel, amplificarea deţinerilor de bonuri de tezaur şi în general, creşterea activelor de bilanţ, duce la majorarea bazei monetare. Or, deficitele bugetare generează presiuni inflaţioniste în economie, erodând puterea de cumpărare a unităţii monetare.

b) ***Băncile comerciale***, sunt acele bănci care funcţionează în condiţiile specifice economiei de piaţă şi reprezintă ponderea în cadrul reţelei bancare. Principalele operaţiuni ale băncilor comerciale constau în mobilizarea disponibilităţilor băneşti temporare sub forma depozitelor la vedere sau la termen şi asigurarea plasamentului acestora, în special, sub forma creditelor curente.

În prezent, în ţara noastră, toate celelalte bănci în afara Băncii Naţionale a României, îndeplinesc funcţiile unei bănci comerciale. Pe măsura evoluţiei economiei româneşti spre economia de piaţă, băncile vor trebui să se adapteze noilor structuri, existând posibilitatea de a se înfiinţa şi alte societăţi bancare. Începând cu anul 1990, în România s-a constituit o reţea de bănci comerciale, cele mai importante fiind:

- Banca Comercială Română, cu sediul central în Bucureşti, care a luat fiinţă în anul 1990 prin desprinderea din Banca Naţională a României;
- Banca Română de Comerţ Exterior - BANCOREX, o bancă care înainte de 1989 şi-a exercitat monopolul de stat în domeniul valutar;
- Banca Agricolă care s-a înfiinţat prin transformarea Băncii pentru Agricultură şi Industrie Alimentară;
- Banca Română de Dezvoltare care provine din Banca de Investiţii.

De asemenea, în peisajul bancar românesc, după 1990, au apărut o serie de bănci comerciale noi, cum ar fi:

- Banca pentru Mica Industrie şi Libera Iniţiativă - MINDBANK, Bucureşti;
- Banca de Credit Cooperatist - BANKCOOP, Bucureşti;
- Banca Comercială "Ion Ţiriac", Bucureşti;
- Banca "Dacia-Felix", Cluj-Napoca;
- Banca Renaşterii Creditului Românesc - CREDIT BANK, Bucureşti;
- Banca Poştei - BANCPOST, Bucureşti;
- Banca de Export-Import a României - EXIMBANK, Bucureşti;
- Banca Românească, Bucureşti;
- Banca de Credit Industrial şi Comercial, Bucureşti;
- Banca "Transilvania", Cluj-Napoca;
- Banca de Credit şi Dezvoltare - ROMEXTERRA, Târgu Mureş;
- Banca Bucureşti;
- Banca Internaţională a Religiilor, Bucureşti;
- Banca "Columna", Bucureşti etc.

În ţara noastră au deschise sucursale sau filiale şi o serie de bănci comerciale străine, ca de exemplu: Banca Franco-Română, Société Générale, Frankfurt Bucharest Bank, Banca Româno-Egipteană, Banca Anglo-Română ş.a.

Scanned with OKEN Scanner

c) ***Bănci de afaceri***, care în afară de acordarea de credite, au ca obiect de activitate luarea în gestiune a participațiilor întreprinderilor pe care le fructifică investindu-le pe termen lung;

d) ***Bănci de depozit***, a căror principală activitate constă în constituirea fondurilor de depozit la vedere sau la termen atât în industrie, cât şi în ramura comerțului. Aceste bănci sunt specifice, în principal, sistemului bancar francez;

e) ***Bănci de ramură (industriale, agricole, miniere etc.)***, sunt acele bănci care îşi procură capitalurile pe baza unor forme de economisire pe termen lung, iar plasamentele se fac numai către întreprinderile din ramura respectivă pe termene mijlocii şi lungi;

f) ***Bănci ipotecare***, care, de regulă, acordă credite pe termen lung pentru scopuri productive, credite care sunt garantate cu ipoteci asupra unor bunuri imobiliare ale debitorului (construcții, terenuri etc.)

g) ***Bănci cooperatiste sau de ajutor reciproc***, sunt constituite pe principiul mutualității. De exemplu, în sistemul bancar francez, întâlnim următoarele categorii de băncii cooperatiste: bănci populare, bănci de credit mutual şi bănci de credit agricol;

h) ***Bănci cu caracter internațional.*** Aceste bănci pot fi: bănci private, bănci interguvernamentale, bănci regionale, bănci care funcționează în "zone libere" (off shore), bănci de corespondent etc.

Băncile internaționale private au sediul central într-o anumită țară şi o rețea de sucursale în alte țări. Aceste bănci realizează servicii şi produse bancare externe, de regulă, pentru marile corporații transnaționale.

Spre deosebire de acestea, băncile interguvernamentale îşi constituie capitalurile prin aportul mai multor state membre care sunt şi principalii beneficiari de credite. În acest sens, exemplificăm: Banca Internațională pentru Reconstrucție şi Dezvoltare (BIRD), Banca Reglementelor Internaționale (BRI) etc.

Băncile internaționale regionale sunt, de regulă, bănci de investiții şi au ca obiectiv finanțarea unor proiecte de mare anvergură, pe seama capitalurilor subscrise de guverne sau societăți cu caracter privat (de exemplu, Banca Asiatică de Dezvoltare, Banca Africană de Dezvoltare etc.).

Băncile "off-shore", din "zonele libere", sunt bănci care nu intervin pe piața națională, ci realizează numai operațiuni cu nerezidenții. Adesea, aceste bănci operează în zonele respective fără restricții fiscale, ceea ce face ca băncile din renumitele zone libere, precum Singapore, Hong-Kong, Panama, insulele Bahamas etc. să fie foarte căutate de capitalurile internaționale, menținând în anonimat identitatea deținătorilor.

Băncile de corespondent, sunt bănci străine la care băncile dintr-o anumită țară îşi deschid conturi curente în valută pentru operațiuni şi tranzacții valutare. De regulă, la fiecare bancă corespondentă se deschid conturi în moneda țării de reşedință. De pildă, o bancă din România va avea deschise conturi în franci francezi la băncile franceze, în mărci la băncile din Germania etc. Există şi situații în care o bancă poate avea conturi deschise la banca sa corespondentă în mai multe valute.

Scanned with OKEN Scanner

Între banca centrală şi celelalte bănci, pe de o parte şi între băncile comerciale, de afaceri, de depozit, ipotecare etc., pe de altă parte se stabilesc relaţii de interdependenţă, atât din punct de vedere organizatoric, cât şi funcţional.

După această prezentare de ansamblu a structurii unui sistem bancar modern, se impune a face referiri în legătură cu funcţiile şi atribuţiile ce revin principalelor categorii de bănci. Pentru o mai bună înţelegere a acestor aspecte şi pentru o percepere mai directă a realităţii, ne vom referi la situaţia băncilor din ţara noastră. În mod firesc, se impune a releva, în primul rând, poziţia Băncii Naţionale a României ca bancă centrală, ca bancă de emisiune.

Banca Naţională a României (BNR), în mod prioritar, stabileşte şi conduce politica monetară şi de credit în cadrul politicii economice şi financiare a statului, cu scopul de a asigura şi menţine stabilitatea monedei naţionale. Prin lege*, Banca Naţională a României este organ al statului şi are personalitate juridică.

În teritoriu, Banca Naţională a României are sucursale în toate oraşele reşedinţă de judeţ şi poate creea filiale şi agenţii şi în alte localităţi.

În general, *Băncii Naţionale a României* îi revin următoarele atribuţii:

- participă la tratative şi negocieri externe în probleme financiare, monetare şi de plăţi;
- negociază şi încheie acorduri privind împrumuturi pe termen scurt cu bănci centrale sau bănci comerciale din alte ţări, cu instituţii monetare internaţionale, în condiţiile rambursării pe termen de un an şi a înregistrării acestor împrumuturi în raportul anual;
- participă în calitate de membru la activitatea organizaţiilor internaţionale cu caracter financiar, bancar şi monetar;
- au dreptul să solicite tuturor instituţiilor financiare şi de credit să-i furnizeze documentele şi informaţiile necesare pentru exercitarea funcţiilor sale;
- elaborează studii şi analize privind moneda, creditul şi operaţiunile sistemului bancar.

Banca Naţională a României are ca principală sarcină *emisiunea bănească* şi asigurarea *stabilităţii monedei naţionale*, fiind unica instituţie autorizată să emită bancnote şi monede metalice pe tot cuprinsul ţării.

În ceea ce priveşte emisiunea monetară, se au în vedere următoarele operaţii:

- stabilirea valorii nominale, a dimensiunii, greutăţii şi a altor caracteristici tehnice ale bancnotelor şi monedelor metalice;
- administrarea rezervei de bancnote şi monede metalice şi elaborarea programului de emisiune a acestora în vederea satisfacerii nevoilor de numerar ale ţării;

---

* *Legea nr.34/1991 privind statutul Băncii Naţionale a României*, Bucureşti, 1991.

Scanned with OKEN Scanner

- tipărirea bancnotelor şi baterea monedelor metalice, păstrarea în siguranţă a celor ce nu sunt puse în circulaţie, precum şi distrugerea, când aceasta se impune, a matriţelor, cernelurilor, monedelor şi a bancnotelor uzate retrase din circulaţie.

În cadrul *operaţiunilor cu celelalte societăţi bancare şi instituţii financiare*, Băncii Naţionale a României îi revin o serie de atribuţii specifice, cum ar fi:

- scontarea şi reescontarea efectelor de comerţ, bonurilor de casă şi acordarea diferitelor categorii de credite prin refinanţare;
- deschiderea de conturi tuturor societăţilor bancare şi efectuarea operaţiunilor de încasări şi plăţi între acestea;
- asigurarea serviciilor de compensare şi decontare între societăţile bancare;
- poate sconta, dobândi, lua în gaj sau vinde creanţe asupra statului, asupra societăţilor bancare sau asupra altor instituţii financiar şi de credit;
- stabileşte taxa oficială a scontului, condiţiile de efectuare a operaţiunilor de scont, precum şi rata de refinanţare a societăţilor bancare;
- poate cumpăra, vinde sau accepta în gaj titluri de valori mobiliare sau alte valori;
- stabileşte regimul rezervelor obligatorii pe care societăţile bancare sunt obligate să le menţină în conturi la dispoziţia Băncii Naţionale;
- îşi dă acordul cu privire la înfiinţarea de noi societăţi bancare sau instituţii de credit care fac operaţii de bancă şi, totodată, stabileşte modul în care acestea îşi constituie capitalul;
- urmăreşte modalitatea şi respectarea reglementărilor legale prin care societăţile bancare emit acţiuni în vederea formării capitalului propriu sau preiau acţiuni emise de alte persoane juridice;
- stabileşte organizarea de servicii comune pentru toate băncile (operaţii de casierie, decontare etc.);
- stabileşte norme de gestionare a depozitelor constituite la nivelul băncilor şi celorlalte instituţii de credit în vederea garantării lichidităţii lor, solvabilităţii şi echilibrării situaţiei financiare;
- elaborează un sistem unitar de evidenţă contabilă şi publică informaţii la nivel macroeconomic, referitoare la activitatea monetară şi de credit; totodată centralizează bilanţurile tuturor băncilor şi asigură aplicarea unui sistem informaţional unitar în reţeaua bancară;
- urmăreşte şi analizează problemele riscurilor bancare în raport cu situaţia clientelei băncilor comerciale;
- exercită supravegherea activităţii celorlalte bănci şi asigură respectarea legislaţiei bancare.

Prin funcţia sa de trezorerie Banca Naţională a României este *casier general şi bancher al statului.* Astfel, Banca Naţională a României participă la procesul execuţiei bugetului de stat şi ţine evidenţele contabile ale contului curent al Trezoreriei Generale a Statului, fără a percepe comisioane şi fără a plăti dobânzi. Gratuitatea acestui serviciu se datorează privilegiului de emisiune monetară acordat de către Statul Român.

Scanned with OKEN Scanner

Totodată, Banca Națională a României poate acorda bugetului de stat un împrumut limitat pentru acoperirea decalajului temporar care intervine, de obicei, între veniturile şi cheltuielile acestuia. Astfel, se manifestă ipostaza în care Banca Națională a României este bancher şi creditor al statului.

Pe de altă parte, tot în numele bugetului de stat, Banca Națională a României poate participa la mobilizarea resurselor băneşti, acționând ca agent al statului în ceea ce priveşte emisiunea, vânzarea şi răscumpărarea obligațiunilor prin care statul angajează împrumuturi publice pe termen lung. Toate aceste servicii specifice pieței datoriei publice pot fi făcute la inițiativa şi cererea expresă a Ministerului Finantelor.

Semnificative pentru activitatea Bancii Naționale a României sunt *operațiunile cu aur şi valute.* Astfel, Banca Națională stabileşte şi conduce politica valutară a statului, acționând în aplicarea prevederilor oricărei legi vizând controlul valutar.

Legat de sfera operațiunilor cu aur şi valute, Băncii Nați oanle a României îi revin următoarele responsabilități:

- emiterea reglementărilor cu privire la operațiunile cu aur şi valute, în vederea protejării monedei naționale;
- elaborarea balanței de plăți externe, a balanței creanțelor şi angajamentelor externe;
- stabilirea şi publicarea cursurilor de schimb la care se autorizează efectuarea operațiunilor cu aur şi valute;
- stabilirea plafoanelor activelor în aur şi valute pe care persoanele juridice autorizate le pot deține în depozit;
- păstrarea şi administrarea rezervelor internaționale ale statului;
- stabilirea unor limite la pozițiile valutare nete, a condițiilor şi plafonului îndatorării externe ale societăților bancare;
- Încheierea în nume propriu sau în numele statului şi din dispoziția acestuia, a acordurilor de clearing şi de plăți sau încheierea de orice alte contracte, având acelaşi scop.

În vederea asigurării lichidității valutare şi a prevenirii riscului specific unor astfel de active, Banca Națională a României va stabili şi va menține la un anumit nivel rezerva valutară internațională, care, de regulă, se compune din următoarele elemente:

- aur;
- active externe, sub forma bancnotelor sau monedelor metalice, precum şi a soldurilor conturilor la bănci în străinătate;
- orice alte active de rezervă recunoscute pe plan internațional (de exemplu, drepturi speciale de tragere), inclusiv dreptul de a efectua cumpărări de la Fondul Monetar Internațional;
- cambii, cecuri şi bilete la ordin exprimate şi plătibile în valută;
- bonuri de tezaur şi alte titluri emise sau garantate de acele guverne sau instituții financiare internaționale, de asemenea, exprimate şi plătibile în valută;

Scanned with OKEN Scanner

Potrivit evoluției mărimii rezervelor valutare, Banca Națională a României este autorizată să procedeze la o serie de operațiuni specifice, cum ar fi:

- să cumpere sau să vândă monede şi lingouri de aur şi alte metale prețioase, valute, bonuri de tezaur şi alte titluri emise sau garantate de către guverne străine sau instituții financiare interguvernamentale;
- să deschidă, să mențină conturi şi să acționeze ca agent sau corespondent pentru instituții financiare interguvernamentale, bănci centrale, autorități monetare şi organizații financiare din străinătate.

Referindu-ne la ***băncile comerciale*** din țara noastră, se observă, ca o principală caracteristică, faptul că acestea manifestă o tendință de *universalizare a operațiunilor* pe care le efectuează, contrar tendinței care se manifestă pe plan internațional, de specializare a activității bancare. Ca atare, majoritatea băncilor comerciale au o clientelă diversificată şi efectuează toată gama serviciilor bancare. Totodată, băncile comerciale pot promova anumite facilități pentru atragerea clienților şi de asemenea, agenții economici şi persoanele fizice au posibilitatea să prefere anumite bănci, funcție de anumite interese pe care le au în vedere.

În general, băncile comerciale efectuează următoarele categorii de operațiuni:

- creditează pe termen scurt activitatea de exploatație (producție şi circulație a mărfurilor) şi pe termen mijlociu şi lung, activitatea de investiții;
- primesc de la clienți spre scontare efecte comerciale (cambii, trate, bilete la ordin etc.);
- vând titluri, obligațiuni şi alte înscrisuri emise de stat;
- efectuează diverse servicii bancare solicitate de clienți, cum ar fi: deschideri de conturi, operații de decontări, operații cu numerar etc.;
- pot participa cu capitaluri în lei sau valută, la societățile mixte din orice domeniu de activitate, precum şi la organizații internaționale cu caracter financiar-bancar, ca membru sau acționar.

O problemă deosebită care trebuie să stea în atenția băncilor comerciale în perioada actuală, a tranziției economiei româneşti spre economia de piață, este aceea a asigurării capitalurilor proprii şi delimitarea plasamentelor între cele pe termen scurt şi cele pe termen mijlociu şi lung.

Având în vedere nivelul redus al capitalurilor proprii de care dispun băncile comerciale din țara noastră, se impune un amplu proces de capitalizare bancară, pe de o parte pe seama "bancarizării" profiturilor, iar pe de altă parte prin emisiunea şi vânzarea de acțiuni. Numai în felul acesta băncile comerciale pot deveni veritabile societăți pe acțiuni. Mai mult, privatizarea principalelor bănci comerciale ar crea premizele înfăptuirii reale a reformei economice, care să asigure cadrul favorabil funcționalității mecanismelor concurențiale.

De asemenea, prin intermediul dobânzilor şi a altor facilități pe care le acordă clienților, băncile comerciale trebuie să promoveze o politică de atragere a disponibilităților băneşti, astfel încât să capete o relativă independență față în cadrul procesului de refinanțare, să poată alege cea mai "ieftină resursă". Pe de altă parte,

Scanned with OKEN Scanner

trebuie avut în vedere faptul că sursele de creditare dobândite de la Banca națională prin refinanțare directă sau prin operațiunile de reescont, sunt limitate, funcție de politica monetară și de credit promovată de banca centrală.

În cadrul sistemului bancar al țării noastre, o poziție specială o are ***Casa de Economii și Consemnațiuni (CEC)***. Se poate aprecia că, CEC-ul funcționează ca o bancă specializată în relațiile cu populația, având ca principal obiectiv atragerea și plasamentul economiilor băneşti ale cetățenilor.

Casa de Economii și Consemnațiuni va rămâne prin excelență o instituție bancară de interes public, prin intermediul căreia Statul garantează și ocrotește prin lege depunerile populației, drepturile titularilor și păstrarea secretului operațiunilor.

În acest domeniu, se impune cu prioritate să se introducă modalități și instrumente moderne de plată, cum ar fi cecurile și cărțile de credit folosite pentru plata mărfurilor și serviciilor. Acestea ar avea ca efect o reducere considerabilă a monedei fiduciare și asigurarea unui mai bun control asupra masei monetare.

Referitor la modul de organizare a rețelei bancare în țara noastră, în prezent, majoritatea băncilor care o compun au în structură unitatea centrală și unități operative subordonate acesteia, constituite ca sucursale, de regulă, în reşedințele județelor și în municipiul Bucureşti și filiale sau agenții în alte localități din teritoriu.

Conducerea, reglementarea și coordonarea întregii activități bancare se înfăptuieşte de către ***Comisia de Supraveghere Bancară***. Această comisie funcționează pe lângă Banca Națională a României și este condusă de guvernatorul acesteia. Comisia de Supraveghere Bancară este constituită din 15-20 membri aleşi de Consiliul de administrație al Băncii Naționale a României dintre personalități ale mediilor științifice și specialişti din sistemul financiar-bancar, precum și din experți ai Băncii Naționale. Normele și deciziile administrative emise de Comisia de Supraveghere Bancară sunt supuse aprobării Consiliului de administrație al Băncii Naționale a României.

Scanned with OKEN Scanner

2.3. COMPENSARILE INTER-INTREPRINDERI CA MODALITATE DE STINGERE A DATORIILOR SI CREANȚELOR RECIPROCE

Lector drd. Valeriu DORNESCU

Compensarea reprezintă o modalitate de stingere a două obligații reciproce până la concurența celei mai mici dintre ele şi are ca premisă existența a două raporturi juridice obligaționale distincte între aceleaşi persoane care sunt, în acelaşi timp, debitor şi creditor una față de cealaltă. În cazul în care obligațiile şi datoriile reciproce sunt egale, prin compensare acestea se sting în întregime. În caz contrar, obligațiile şi datoriile reciproce se sting în limita celei mai mici dintre ele, urmând ca diferența să se stingă într-un alt mod. Privită la modul general, compensarea datoriilor între agenții economici prezintă o serie de avantaje practice. Astfel, în cazul în care obligațiile, respectiv datoriile sunt egale, compensația permite stingerea lor în întregime şi evitarea unei plăți duble. Ea reprezintă şi un mijloc de garantare a creanțelor, deoarece elimină parțial riscul unei eventuale insolvabilități a părților, nemaifiind necesară solicitarea unei garanții materiale pentru acoperirea riscului respectiv. Compensația poate fi convențională (când operează prin convenția părților), judecătorească (în cazul în care are la bază o hotărâre judecătorească) sau legală (în situația în care aceasta operează în puterea legii). În acest din urma caz, compensarea datoriilor dintre agenții economici prezintă numeroase neajunsuri, mai ales în situația în care dimensiunile acesteia la nivelul economiei sunt importante. Eliminarea monedei în relațiile de plăți dintre întreprinderi înseamnă amputarea uneia din funcțiile cele mai importante ale acesteia - cea de intermediar al schimburilor, generează întârzieri în efectuarea plăților în economie, provoacă pierderi pentru unii dintre participanții la circuitul economic si poate avea repercursiuni grave asupra echilibrului financiar al acestora. În plus, soldul negativ rezultat în urma compensărilor este acoperit din credite bancare, care devin astfel credite de consecința, acordate fără nici o legătură cu funcțiile pe care creditul bancar trebuie să le aibă într-o economie. Compensarea datoriilor dintre agenții economici nu este specifică unei economii monetare. Ea este incompatibilă cu funcționarea normală a unei economii moderne şi reprezintă o întoarcere la o forma rudimentară de schimb pe care a cunoscut-o societatea omenească la începuturile emancipării sale - trocul. Absolutizarea rolului planului unic în reglarea mecanismului economic, ignorarea legii valorii şi teoretizarea ideii ca în economia planificată central legea circulației băneşti nu acționează în mod spontan şi poate fi controlată au reprezentat principalii factori care au condus la apariția unor dezechilibre monetare care s-au amplificat an de an în țările cu economie planificată. Necorelarea inerentă (care a rezultat implicit de aici) dintre oferta de mărfuri şi servicii şi cererea solvabilă a avut drept consecință crearea unor disfunctionalități majore, cu implicații directe asupra structurii optime a economiei, care a înregistrat în anumite sectoare o supraabundența a anumitor

Scanned with OKEN Scanner

bunuri, în principal de natura industrială, în timp ce în alte sectoare s-a înregistrat o penurie din ce în ce mai accentuată pentru alte bunuri. Creşterea cu orice preţ a venitului naţional – imperativ ideologic al vremii – fără a se ţine cont de utilitatea bunurilor produse a determinat astfel constituirea unor stocuri din ce în ce mai mari, care aveau nevoie, la fel ca şi pierderile, de o acoperire financiară.

România s-a confruntat cu fenomenul plăţilor restante şi al blocajului financiar de dimensiuni ridicate la scurtă vreme după consolidarea conducerii prin plan central a economiei. În eradicarea acestui flagel au fost experimentate în timp diverse metode, fără a fi recunoscute cauzele reale (pe considerentul ca problemele se vor rezolva de la sine) şi fără ca aceste măsuri să conducă la rezultate spectaculoase. Astfel, proliferarea plăţilor restante în economia românească în anii '60 a fost "combătută" prin practicarea unui sistem de creditare bancară nelimitată, care avea în vedere asigurarea în orice moment a întreprinderilor cu resurse băneşti necesare stingerii datoriilor lor exigibile. Băncile erau astfel obligate să alimenteze cu lichidităţi toţi agenţii economici ale căror resurse financiare (încasări plus credite planificate) erau insuficiente, contribuind fără voia lor la crearea de noi instrumente de plată, emise fără legitimitate, şi la agravarea stării monedei naţionale. Sistemul creditării nelimitate a fost abandonat ulterior şi înlocuit în anul 1973 cu un sistem de creditare limitată, care nu mai asigură întreprinderilor posibilitatea stingerii automate a datoriilor lor exigibile. Acest sistem prevedea ca plăţile să se efectueze în limita disponibilităţilor din cont şi a creditelor aprobate, într-o anumită ordine de prioritate (mai întâi plăţile pentru salarii, apoi cele faţă de bugetul de stat, faţă de furnizori, rambursarea creditelor bancare, constituirea fondurilor proprii, etc.). Instituirea acestui sistem a creat la nivelul agenţilor economici o concepţie cu totul greşită despre disciplina financiară, prin faptul ca se legaliza neplata obligaţiilor către furnizori. Acest sistem a condus, aşa cum era de aşteptat, la o creştere considerabilă a volumului arieratelor din economie şi a antrenat în acest lanţ multe întreprinderi viabile. Plăţile restante, cauzate de neajunsurile din activitatea unor agenţi economici au determinat un blocaj în lanţ la nivelul întregii economii, care se cifra, de exemplu, la sfârşitul anilor 1987-1988 la peste 100 miliarde de lei. Disfuncţionalităţilor inerente unui sistem de comanda li s-au adăugat deci, în ultimii ani de guvernare comunistă în România, măsuri de politică monetară restrictivă, care aveau în vedere, în esenţa, reducerea finanţării, a planului de credit fixat fiecărei întreprinderi. Sporirea, din aceasta cauză, a volumului arieratelor din economie făcea necesară, în mod periodic, compensarea globală a plăţilor restante, operaţiune considerată de unii specialişti chiar o modalitate de decontare. Acest "montaj financiar" inedit era realizat de către Banca Naţională, împreună cu celelalte bănci şi cu Ministerul Finanţelor şi constă, din punct de vedere tehnic, în plata de către bănci, la un moment dat, a tuturor documentelor scadente ale clienţilor, pe seama unui credit acordat cu aceasta destinaţie. Acest lucru conducea, fireşte, la o sporire bruscă a volumului creditului, volum care se diminua ulterior datorită faptului că, în

Scanned with OKEN Scanner

momentul în care plăţile ajungeau la destinaţie, băncile utilizau sumele mai întâi pentru rambursarea creditului primit de întreprinderi pentru propriile arierate. Creşterea efectivă a masei monetare devenea astfel egală cu valoarea "creditului net", care se localiza la întreprinderile ce se confruntau cu dificultăţi financiare reale şi care erau obligate, conform unor grafice, să ramburseze creditul respectiv. Nerespectarea (aproape sistematică) a graficelor de rambursare şi repetarea cu o anumită ciclicitate a acestor compensări globale au fost principalii factori care au contribuit la slăbirea disciplinei financiare la nivelul agenţilor economici, iar la nivel macroeconomic au avut implicaţii profund negative şi fără finalitate. Mecanismul compensărilor globale a generat creşterea în salturi a volumului lichidităţilor din economie, deci echilibrarea forţată, total şi nediferenţiată dintre cererea şi oferta de monedă şi a redus în mod semnificativ impactul politicii monetare a băncii centrale, alimentând procesul inflaţionist prin "inundarea" periodică a canalelor circulaţiei monetare cu moneda fără acoperire, "creditul net" ce rezulta în final fiind un credit de consecinţa, acordat de bănci fără nici o justificare economică.

Un argument al lipsei de eficacitate a acestor măsuri îl constituie faptul că în anul 1989 relaţiile financiare, de credite şi de plăţi dintre întreprinderi s-au agravat şi mai mult iar blocajul financiar s-a generalizat, volumul plăţilor restante ridicându-se la peste 300 miliarde de lei. Acest lucru s-a datorat şi influenţei altor factori care s-au manifestat în ultimii ani de conducere centralistă a economiei româneşti, cum ar fi politica de rambursare abruptă a datoriei externe şi amplificarea politicii monetare restrictive.

În perioada de tranziţie parcursa până în prezent nu s-a reuşit încă rezolvarea gravelor dezechilibre din economie, fenomenele de neplata şi blocajul financiar perpetuându-se şi cunoscând noi dimensiuni, generate şi de apariţia unor noi factori, cum ar fi dezangajarea statului din finanţarea centralizată a investiţilor şi scăderea considerabilă a exporturilor româneşti pe relaţia C.A.E.R. şi în ţările în curs de dezvoltare. Primul factor, deşi poate fi considerat normal, ca urmare a promovării unei politici de descentralizare a deciziilor de investiţii, a avut efecte negative deoarece s-a produs într-un mod abrupt, creând dezechilibre temporare in acest mecanism. Al doilea factor şi-a manifestat prezenta odată cu prăbuşirea C.A.E.R. (spre care se îndreptau în anul 1989 cca. 8% din exporturile româneşti), şi cu restrângerea treptată a capacităţii de absorbţie a ţărilor în curs de dezvoltare, ţări spre care era orientat un volum important al produselor unor ramuri industriale pentru care nu exista cerere internă. Lipsa unor alternative pe termen scurt pentru aceste două componente ale cererii agregate nu putea fi soluţionată decât fie prin încetarea bruscă a activităţii întreprinderilor care nu mai aveau asigurată desfacerea, fie prin continuarea producţiei cu acumularea de stocuri fără desfacere asigurată. În lipsa unor noi mecanisme de finanţare a producţiei, combinarea celor două alternative (ambele la fel de costisitoare în plan economico-social) a determinat ca la sfârşitul anului 1991 volumul arieratelor sa fie de aproape trei ori mai mare decât

Scanned with OKEN Scanner

masa monetară (cca. 1800 miliarde lei). Acumularea acestui volum uriaş de arierate a făcut imposibilă selectarea agenţilor economici viabili de cei neviabili, iar compensarea globală a acestora a antrenat creşterea costului plătit de întreaga societate, care fost nevoită să suporte un nivel ridicat al inflaţiei, precum şi irosirea unor resurse importante de natură materială, umană şi financiară. În aceste condiţii, politica monetară nu numai ca nu a avut efectele scontate, ci a fost chiar anihilată.

Şi în perioadele următoare volumul arieratelor a cunoscut o creştere continuă, fapt relevat şi de alţi indicatori macroeconomici.

Astfel, ponderea creditelor restante în totalul creditelor bancare a crescut în perioada 1991 - 1997 de la 5,85% la 26,40%, creştere care a fost net favorabilă întreprinderilor cu capital majoritar de stat, iar ponderea plăţilor restante din economie (a arieratelor) depăşea în anul 1997 24% din PIB, aşa cum se poate observa din datele prezentate în tabelul de mai jos:

Anul	Ponderea creditelor restante în totalul creditelor (în %)	Ponderea plăţilor restante din economie în PIB (în %)
1991	5,85	84,7
1992	5,86	33,3
1993	4,26	25,1
1994	7,09	24,8
1995	13,61	27,0
1996	14,68	35,9
1997 (sem. I)	26,40	24,2

Sursa: Revista "Capital" din 4 dec. 1997

Scăderea volumului producţiei întreprinderilor (care a condus la scăderea capacităţii de plată a acestora), supradimensionarea stocurilor materiale, volumul redus al creditelor bancare dar şi indisciplina financiară au constituit principalii factori care au determinat ca la finele semestrului I al anului 1997 dimensiunile blocajului financiar să se cifreze la cca. 26.000 mld. lei şi să afecteze peste 70% dintre agenţii economici, iar datoriile restante la bugetul de stat să depăşească 9.000 mil. lei. Aceasta creştere spectaculoasă a fost determinată, în paralel şi independent, de un alt factor important, şi anume scăderea reală a eficienţei muncii în sectorul producţiei materiale, îndeosebi datorită creşterii consumurilor materiale şi a celor cu munca vie. Disfunctionalităţile din economie nu au putut fi mascate nici prin liberalizarea preţurilor, care, în multe sectoare au crescut în mod nejustificat, lipsa de eficienţa fiind transferată consumatorului final, cu consecinţe negative asupra puterii de cumpărare a monedei naţionale şi implicit asupra nivelului de trai al populaţiei şi a situaţiei financiare a agenţilor economici.

Dimensiunea impresionantă a proporţiilor acestui fenomen a determinat autorităţile să ia o serie de măsuri de înlăturare şi contracarare. Una dintre măsurile luate în vederea deblocării financiare şi a lichidării stocurilor în exces deţinute de unii agenţi economici a reprezentat-o posibilitatea oferită acestora de

Scanned with OKEN Scanner

a negocia la Bursa Română de Mărfuri (înfiinţată în iulie 1992) şi contracte multiple, cu compensare în marfă. Astfel, clienţii vânzători, a căror marfă nu a fost tranzacţionată în ring pot opta pentru până la trei mărfuri aflate în aceeaşi situaţie cu a lor. Aceasta măsură nu a dat, fireşte, rezultate deosebite, atâta vreme cât ea înseamnă o încercare de instituţionalizare a trocului, de utilizare a unei instituţii specifice economiei de piaţă în rezolvarea unor dezechilibre specifice economiei de comandă. În aceasta ipostaza monedei i se recunoaşte doar funcţia de etalon al valorii, celelalte funcţii fiindu-i amputate în mod brutal. O serie de acte normative apărute în această perioadă şi care au în vedere măsuri care să reglementeze modalitatea de rambursare a creditelor rezultate din acţiunea de compensare, regimul plaţilor agenţilor economici, precum şi prevenirea incapacităţii de plată şi a blocajului financiar[1] prevăd posibilitatea băncilor creditoare de a-şi recupera creditele de compensare pe calea executării silite, dar, în acelaşi timp, si posibilitatea preluării la datoria publica a garanţiilor acordate de stat pentru creditele de compensare acordate agenţilor economici şi devenite exigibile, fapt ce conduce din start la legiferarea unei discriminări vădite între agenţii cu capital de stat şi cei cu capital privat. Lipsa de abordare tranşantă a problemei arieratelor este demonstrata şi de faptul că legea respectivă prevede posibilitatea agenţilor economici aflaţi în incapacitate de plată (cei care au plăţi restanţe a căror scadenţă a fost depăşită cu 30 de zile calendaristice) de a analiza cu creditorii posibilitatea de amânare a datoriilor, de reeşalonare a scadenţei creditelor bancare sau de a obţine noi credite, garantate de stat.

Un alt act normativ emis în acest scop[2] prevede obligativitatea agenţilor economici care deţin încasări în valută şi care au datorii la intern cu scadenţe mai mari de 60 de zile de a-şi preschimba aceste rezerve în lei, în vederea achitării datoriilor. Este surprinzătoare, în schimb, fixarea unei ordini de prioritate în achitarea datoriilor respective, punându-se pe primul plan obligativitatea achitării facturilor către furnizorii de energie electrică, termică şi gaze naturale. Este legiferată, astfel, neplata facturilor către ceilalţi furnizori, care nu sunt puşi pe acelaşi picior de egalitate cu primii. Favorizarea agenţilor economici cu capital de stat reiese din nou din unele prevederi ale acestui act normativ. Astfel, ordonanţa prevede ca, la cererea agenţilor economici, societăţile bancare cu capital majoritar de stat pot proceda la reeşalonarea creditelor restante pe o perioada de cel mult 3 ani, cu acordarea unei perioade de graţie de până la un an. De asemenea, la art. 13 se prevede faptul că "Ministerul Finanţelor, Ministerul Muncii şi Protecţiei Sociale, consiliile locale şi judeţene pot acorda, la cererea regiilor autonome şi a societăţilor comerciale cu capital majoritar de stat, amânări, eşalonări, reduceri sau scutiri de la plata impozitelor şi taxelor şi a altor

---

[1] Legea nr. 76/1992 privind măsuri pntru rambursarea creditelor rezultate din acţiunea de compensare, regimul plăţilor agenţilor economici, prevenirea incapacităţii de plată şi a blocajului financiar

[2] Ordonaţa Guvernului nr. 15/1996 privind întărirea disciplinei financiar-valutare

Scanned with OKEN Scanner

obligaţii datorate bugetului de stat, trezoreriei statului, bugetului asigurărilor sociale de stat şi fondului pentru plata ajutorului de şomaj, precum şi amânări, eşalonări, reduceri şi scutiri de majorări de întârziere calculate pentru neplata la termen a acestora, datorate şi neplătite până la data aprobării, pe o perioada de 3 ani, cu un an perioada de graţie".

Printr-un alt act normativ[1] se încearcă rezolvarea problemei prin precizarea faptului că societăţile comerciale şi regiile autonome au obligaţia efectuării la scadenţă a tuturor plăţilor datorate către orice creditor, utilizând ca mijloace de plata cambia şi biletul la ordin, cecul, forfetarea sau factoring-ul. In scopul achitării obligaţiilor de plată, se permite societăţilor comerciale compensarea datoriilor nerambursate la scadenţă, precum şi posibilitatea conversiei acestor datorii în acţiuni sau părţi sociale. Şi băncile îşi pot astfel transforma drepturile de creanţa pe care le au faţă de debitorii care nu-şi pot plăti datoriile la scadenţa în acţiuni sau parţi sociale ale acestora. Ele pot primi acţiuni şi în schimbul portofoliului de credite angajat înainte de 1989, după ce aceste întreprinderi vor fi privatizate. Această măsura este, într-adevăr, mult mai comodă pentru bănci sau alte societăţi comerciale decât deschiderea unor procese sau declanşarea procedurii de lichidare judiciară şi ar putea conduce la diminuarea restanţelor de plată şi la accelerarea procesului de privatizare în economie. În plus, acţiunile primite în schimbul creanţelor ar putea fi vândute de noii proprietari pe piaţa de capital, în vederea transformării lor în lichidităţi. O asemenea măsură poate deveni viabilă doar într-un sistem economic preponderent privat şi în care există un cadru concurenţial, deoarece, în condiţiile actuale, ea prezintă o serie de inconveniente majore, cum ar fi:

- nu toate întreprinderile debitoare fac obiectul acestei prevederi, ci numai acelea care aparţin Fondului Proprietăţii de Stat şi sunt sau vor fi incluse în procesul de privatizare;
- cotarea acestor societăţi la bursa de valori pune sub semnul întrebării atât funcţionalitatea bursei şi eficienţa acesteia (în condiţiile acceptării la cota a unor societăţi îndatorate şi lipsite de perspectiva rentabilizării), cât şi protecţia investitorilor;
- reticenţa băncilor faţă de conversia creanţelor în acţiuni riscante, al căror curs este foarte volatil. Un exemplu în acest sens îl constituie cazul băncii "Dacia Felix", care a refuzat transformarea creanţelor sale în acţiuni ale societăţii "Astra Vagoane" Arad, acţiuni al căror curs a scăzut cu peste 50% în doar câteva luni;
- instrumentele de plată legiferate prin Legea nr. 83/1994 privind circulaţia cambiei şi a biletului la ordin sunt utilizate în prezent pe o scară foarte redusă, datorită faptului ca vânzarea mărfurilor pe credit comercial către cumpărători a căror capacitate de plată este incertă conferă acestor titluri un grad ridicat de risc, în cazul în care nu sunt avalizate. Tot din acelaşi motiv efectele de comerţ sunt

[1] Ordonanţa Guvernului nr. 10/1997 cu privire la diminuarea blocajului financiar şi a pierderilor din economie

Scanned with OKEN Scanner

folosite foarte rar şi de către bănci, care le consideră riscante, deşi aceste înscrisuri sunt titluri executorii. Această realitate este confirmată de datele furnizate de Centrala Incidentelor de Plaţi din B.N.R. la un an de la înfiinţarea sa (în luna februarie 1997), date care arată ca ponderea valorică în totalul instrumentelor de plată refuzate a fost de 77,62% pentru bilete la ordin, 25,02% pentru cecuri si 2,36% pentru cambii;

- lipsa de pe piaţa românească a fondurilor cu capital de risc, a fondurilor de restructurare, care să valorifice creanţele certe şi exigibile ale societăţilor comerciale la care statul este acţionar, deşi cadrul juridic referitor la organizarea şi funcţionarea acestora este reglementat printr-o serie de ordonanţe guvernamentale;
- operaţiunile de lichidare a arieratelor prin măsuri administrative crează, în general, riscul moral al încurajării neplăţilor, alimentează speranţele rău-platnicilor ca operaţiunile de compensare vor fi repetate.

Blocajul financiar generalizat în economia românească se răsfrânge negativ şi asupra gradului de colectare a veniturilor bugetului public naţional, provocând grave perturbări ale procesului de transpunere în plan financiar a politicii guvernamentale. In vederea depăşirii acestei situaţii au fost emise mai multe reglementări, dintre care cea mai importanţa este cea referitoare la executarea creanţelor bugetare[1], care prevede posibilitatea stingerii acestor creanţe prin executarea silită, respectiv blocarea conturilor agenţilor economici datornici la
bugetul de stat sau vânzarea bunurilor mobile sau imobile ale acestora. Acest act normativ a fost completat cu alte reglementări care prevăd posibilitatea ca Ministerul Finanţelor sa exercite în numele statului drepturile acţionarilor la societăţile comerciale, inclusiv cele rezultate din reorganizarea regiilor autonome care au datorii faţă de bugetul de stat. In mod concret, aceasta înseamnă ca acţiunile gestionate de Fondul Proprietăţii de Stat vor fi transferate Ministerului de Finanţe. Conversia creanţelor bugetare în acţiuni ale firmelor poate reprezenta o soluţie pentru depăşirea blocajului financiar şi pentru creşterea interesului investitorilor faţă de piaţa de capital din România. Ea poate reprezenta, de asemenea, o alternativă a procesului de transferare a proprietăţii din sectorul public în cel privat. Ponderea ridicată a societăţilor mari în portofoliul Fondului Proprietăţii de Stat (la 1 ian. 1998 capitalul social al acestora, gestionat de F.P.S. era de cca. 71%) s-ar putea diminua astfel fie prin conversia creanţelor bugetare în acţiuni ale acestor societăţi, fie prin conversia datoriilor acestor societăţi către creditorii străini, ambele masuri reprezentând o cale de accelerare a procesului de privatizare în România.

Realitatea economică românească a demonstrat faptul ca proporţiile blocajului financiar nu pot fi stăvilite prin măsuri administrative şi că economia de piaţă spre care ne îndreptăm nu poate fi instituită prin decrete sau ordonanţe de

---

[1] Ordonanţa Guvernului nr.11/1996 privind executarea creanţelor bugetare

Scanned with OKEN Scanner

urgență iar mecanismele acesteia nu pot funcționa pe fundalul unei economii, în cea mai mare măsură, etatiste. Tehnicile financiare, monetare, valutare şi de credit aplicate până în prezent, neînsoțite de măsuri structurale în planul economiei reale, în loc să atenueze, au alimentat blocajul financiar, generalizandu-l. Nici terapia economiei prin utilizarea mecanismelor specifice economiei de piață (cum ar fi politicile monetare restrictive, de nuanță monetaristă) nu poate fi eficiența atâta vreme cat aceasta se aplică pe un fundal inadecvat, care este imun la politica dobânzilor înalte. Blocajul financiar are la bază neconcordanța dintre emisiunea şi circulația monetară, pe de o parte, şi producția şi circulația de bunuri şi servicii, pe de alta parte, cu alte cuvinte, nesincronizarea dintre procesele de producție şi circulație a bunurilor şi serviciilor şi cele ale misiunii şi circulației monetare. El necesită "o politică consecvența de deblocare, care să se reorienteze spre lichidarea cauzelor determinante ale blocajului, şi anume: efectul de promovare a factorilor individuali, care poate determina în fiecare întreprindere o creştere a producției şi implicit o majorare a încasărilor, cu alte cuvinte o sporire a capacității de plată; luarea de măsuri ferme în vederea lichidării stocurilor ce depăşesc nevoile reale ale întreprinderilor; evaluarea realistă a nevoilor de creditare a întreprinderilor, şi, pe aceasta bază, acordarea de credite bancare necesare lichidității întreprinderilor"[1].

Soluția înlăturării acestui flagel, care este o reflectare a distorsiunilor din economie, dar şi a lipsei de performanță, de eficiență a agenților economici, nu poate fi dată nici prin disponibilizarea unor resurse de la buget sau de la banca de emisiune, prin preluarea unor datorii la datoria publică. De exemplu, numai în anul 1997 guvernul a subvenționat două bănci (Bancorex şi Banca Agricolă) cu peste un miliard de dolari, trecând pe datorie publică creditele neperformante ale acestora). Rezultatul final al încercării de lichidare a acestui fenomen depinde şi de alte mecanisme ce trebuie luate în calcul, cum ar fi accelerarea privatizării, aplicarea procedurii falimentului, asigurarea unei concurente reale între firme, indiferent de forma de proprietate şi de natura capitalului lor social, reducerea fiscalității în sectoarele producătoare de valori materiale, utilizarea pe scară largă a înscrisurilor cambiale, etc. Creşterea ponderii sectorului privat în economie a condus, de exemplu, la diminuarea datoriilor restante în economie (exprimate în prețurile anului 1997) de la 52.293 mld. lei în 1994 la cca. 26.000 mld. lei în anul 1997. Arieratele din economia românească nu pot fi total eliminate atâta vreme cât nu se cristalizează noua structură a economiei, care să se adapteze mecanismelor pieței. La rândul ei, această structură are un impact decisiv asupra realizării unui circuit financiar normal. In aceste condiții, se impune, după părerea noastră, creşterea gradată a presiunii la nivel microeconomic, cu aplicarea, în anumite cazuri, când nu există nici o alternativă viabilă, a legii falimentului, care să elimine din circuit agenții economici fără nici o perspectivă de redresare. Blocajul financiar nu reprezintă un "produs secundar" al reformei şi nu se

[1] Costin Kirițescu - *Idei contemporane în acțiune*, Ed. Enciclopedică, Bucureşti, 1996

Scanned with OKEN Scanner

datorează politicii monetare restrictive practicate de Banca Națională a României în anumite perioade, ci, dimpotrivă, "prețul plătit de societate pentru rezistența manifestată la nivel microeconomic în adaptarea la noile condiții" (xxx - Politica monetară în perioada de tranziție, Imprimeria B.N.R., 1992, pag. 16). Blocajul financiar s-a manifestat în toate țările est-europene și a cunoscut nivele diferite în funcție de carențele structurale ale economiei (existența unor întreprinderi care nu și-au redefinit profilul de activitate în corelație cu cererea solvabilă a pieței, constituind să producă pe stoc și sa se aprovizioneze cu mult peste necesar sau să dețină în patrimoniu imobilizari de valori ridicate, a căror amortizare încarcă în mod nejustificat costurile de exploatare și le afectează implicit și rezultatele financiare), dar și de măsurile luate la nivel macroeconomic în vederea restructurării activității acestora. Legiferarea instituției falimentului și utilizarea pe scară largă a înscrisurilor cambiale, contracararea indisciplinei financiare, în paralel cu apelarea la celelalte mecanisme de finanțare ar putea constitui un mediu economic ambiant în care agenții economici să-și modifice radical comportamentul și să reacționeze la stimulii unei politici monetare restrictive, care aibă drept obiectiv principal asigurarea stabilității monedei naționale. In opinia noastră, concepțiile potrivit cărora nivelul înalt al dobânzilor practicate de bănci au constituit în anumite perioade cauza principală a neonorării obligațiilor de plată a agenților economici nu sunt fundamentate, atâta vreme cât acest lucru ar fi trebuit să descurajeze apelul la creditele bancare pentru formarea de stocuri supradimensionate de materii prime și produse finite fără desfacere asigurată, credite care nu ar putea fi restituite, indiferent de nivelul ratei dobânzii. Un argument în acest sens îl constituie în prezent practicarea de către întreprinderi, în locul creditului bancar, a unui tip de credit comercial sui-generis, impus în mod unilateral și fără dobânda, respectiv neonorarea la scadență a datoriilor către furnizori. Amplificarea fenomenului arieratelor în economia românească a fost determinată, în anumite perioade, și de acumularea de depozite în valută, în paralele cu accentuarea indisciplinei financiare, a fenomenului de neonorare a obligațiilor, indiferent de natura acestora. Numai aplicarea măsurilor curative menționate anterior, precum și instituirea unei discipline financiare severe ar putea asigura, în opinia noastră, diminuarea și chiar eliminarea volumului arieratelor din economie, mecanismele economiei de piață și-ar dovedi eficiența, iar moneda și creditul, îndeplinindu-și în mod nestinjenit funcțiile lor vitale, ar putea da vigoare organismului economic.

Scanned with OKEN Scanner

2.4. DEZVOLTAREA TEHNOLOGIILOR BANCARE BAZATE PE INSTRUMENTE ELECTRONICE

Ing.Ec.Drd. Bogdan FILIP

Extinderea informaticii în sfera activităţilor bancare, a făcut posibilă apariţia unei noi forme a banilor, "banii electronici", reprezentând valori stocate magnetic în memoria calculatoarelor şi fiind recunoscuţi ca având caracteristici corespunzătoare noţiunii generale de bani.

În prezent, pe plan mondial, dar şi în România, tendinţa dominantă este ca masa monetară să fie preponderent constituită din "bani electronici". Marea majoritate a tranzacţiilor tind să fie efectuate utilizând această modalitate de plată, numită şi e-cash (numerar electronic).

E-cash este o modalitate de a realiza tranzacţii financiare cu debit şi credit electronic. El poate fi utilizat cu smart-card la purtător sau prin Internet, prin e-cash tranzacţiile zilnice de valori mici fiind mult mai rapide şi mai sigure. Un raport al firmei de consultanţă Ovum, din Londra, a stabilit că plăţile mondiale ale consumatorilor se ridică la circa 7 trilioane de dolari anual, din care 66% în numerar. Acest segment, de circa 4,5 trilioane de dolari, reprezintă ţinta aplicaţiilor informatice e-cash, iar forţa motrice a acestora o constituie reducerea costurilor implicate de lucrul cu bani reali (atât pentru bănci, cât şi pentru plătitori)[1]. De asemenea, tranzacţiile respective sunt mult mai rapide şi convenabile şi favorizează reducerea activităţilor administrative. În fapt, pe plan mondial, există deja aproximativ 50 de sisteme e-cash operaţionale şi se prevede extinderea acestui sistem în întreaga lume.

Tranzacţiile cu e-cash, în România, au început prin introducerea cărţilor de debit/credit şi a automatelor bancare de tip ATM, de către cele mai importante bănci. Astfel, s-a trecut la utilizarea automatelor bancare şi a serviciilor de carduri la purtător de către B.C.R., Bancorex şi BancPost. Cardurile emise de către băncile româneşti fac parte din sisteme consacrate precum VISA, EUROCARD/MASTERCARD sau AMERICAN EXPRESS, iar emiterea lor se face fie în lei, fie în valută. Utilizarea acestui instrument a început prin acceptarea la plată a cardurilor internaţionale, pentru ca acum să existe circa 60.000 de carduri emise.

Reţeaua celor 6 bănci româneşti membre VISA, EUROPAY sau AMERICAN EXPRESS numără peste 100 automate bancare, aproximativ 300 de terminale on-line şi circa 4000 de terminale off-line. La 31 martie 1988, valoarea tranzacţiilor derulate prin automate bancare era de 128 miliarde lei, numai pentru B.C.R. şi BancPost. Aceste instrumente de plată au intrat în uzul cotidian al clienţilor, apetitul acestora pentru ele fiind stimulat şi de introducerea noii

---

[1] Udo Flohr şi Jelena Rupner – "*Când veţi avea în portofel şi bani electronici?*", Rev. Byte Romania, ianuarie 1988, p.63

Scanned with OKEN Scanner

modalităţi de plată a salariilor în cont la bancă, banii putând fi retraşi prin intermediul unui card. Se poate spune că acest experiment privind introducerea cardurilor a fost o reuşită şi că, în continuare, reţeaua de automate bancare se va extinde, deservind tot mai mulţi clienţi. Deşi tehnologia necesară acestui tip de servicii este deocamdată costisitoare, băncile româneşti par a fi înţeles că extinderea serviciilor oferite de sistemele lor informatice este o necesitate.

Modernizarea sistemelor informatice bancare este un obiectiv esenţial pentru dezvoltarea economică a României, atât în promovarea politicii monetare de limitare a inflaţiei, cât şi în stăvilirea uriaşei evaziuni fiscale, al cărei efect defavorabil afectează societatea în ansamblul ei. În acest sens, un argument îl constituie faptul că apariţia plăţilor electronice, care asigură, atât securitatea, cât şi confidenţialitatea operaţiunilor, este în măsură să reducă substanţial masa numerarului şi costurile sociale ale întreţinerii acestuia pe piaţă.

În contextul la care ne referim dezvoltarea activităţii bancare marchează o nouă organizare a prelucrării informaţiei, prin suprimarea punctelor de retenţie şi a muncii duble şi permit reconceperea de ansamblu a drumului de tratare bancară, numit "Bussiness Processing Reengeneering". O asemenea manieră de tratare poate constitui un progres important în activitatea bancară, deoarece conduce la realizarea gestiunii riscului într-un timp redus, mai ales pentru operaţiunile internaţionale interbancare, supuse unor riscuri majore legate de intervenţiile externe , dar şi interne, pe parcursul circuitului informaţiilor. Totuşi, utilizarea calculatoarelor electronice conectate în reţele, cu arie de acţiune internaţională, permite, pe de o parte, transmiterea rapidă a informaţiilor între puncte geografice aflate la mare distanţă şi, pe de altă parte, reducerea posibilităţilor de intervenţie externă, prin codificarea informaţiilor şi documentelor transmise. De asemenea, tratarea prin soft-ul financiar-bancar a operaţiunilor internaţionale, la nivelul fiecărei verigi intermediare, se simplifică şi favorizează finalizarea operaţiunilor de comerţ internaţional într-un timp mult mai scurt. Acest tip de operaţiuni presupune importante transferuri de sume între importatori şi exportatori, transferuri care implică parcurgerea unui circuit bancar destul de complicat şi mare consumator de timp.

De-a lungul timpului, s-a încercat îmbunătăţirea modului de realizare a transferurilor de sume între importatori şi exportatori prin conectarea sistemelor informatice ale diferitor bănci în vaste reţele internaţionale. Cu toate că reţelele de tip SWIFT au un impact major în urgentarea realizării transferurilor de sume în străinătate, asemenea operaţiuni presupun un timp de realizare de ordinul zilelor. Ca urmare, odată cu progresul tehnologiilor informatice, s-a căutat implementarea unor soluţii de reducere a duratei acestor operaţiuni.

România a păşit pe calea modernizării sistemului bancar şi în privinţa realizării tranzacţiilor internaţionale, dovadă stând implementarea în cadrul B.C.R. a sistemului MoneyGram şi, de asemenea, a serviciului Western Union, în cadrul Bancorex. Aceste servicii oferă posibilitatea transferului rapid de sume (în câteva minute) dintr-o localitate în alta (inclusiv în alte ţări) şi se adresează în

Scanned with OKEN Scanner

primul rând persoanelor fizice. Modalitatea de transfer utilizată diferă de cea din cadrul sistemului SWIFT, în sensul că nu se mai folosesc conturi bancare pentru clienţi, asigurându-se atât remiterea, cât şi primirea sumelor în valută. Problemele de securitate inerente unor operaţiuni de acest tip sunt rezolvate prin folosirea de parole şi coduri, de către operator şi prin intermedierea transferurilor doar de către agenţi autorizaţi.

Finalizarea rapidă a acestor operaţiuni face din aceste servicii unele dintre cele mai atractive pentru clienţi. Totuşi, costul lor, deocamdată destul de ridicat, determină utilizarea acestora doar în cazuri de urgenţă.

Reţelele de calculatoare modifică tratamentul bancar şi permit trecerea de la o gestiune tradiţională a stocurilor (de operaţii şi informaţii) la o gestiune a fluxurilor, urmată de controlul schimburilor cu o dublă mişcare, o integrare a operaţiunilor, cap la cap, de la iniţiatori la destinatari (aceştia situându-se în afara băncii) şi punerea la punct a unui proces continuu de tratament fără întreruperi pe firul lotului de prelucrare. Băncile tind să se transforme dintr-un intermediar oarecum static, la nivelul căruia se iau deciziile de finalizare a operaţiunilor, într-unul dinamic, având mai mult rolul de a urmări derularea fluxurilor generate de schimburile cu dublă mişcare. Spre exemplu, în ţările dezvoltate, în relaţiile economice între două întreprinderi, transferurile în dublu sens, legate de fluxurile băneşti şi documentare, nu mai comportă întreruperi la nivelul sistemului bancar. Această tendinţă de eliminare a băncii în schimburile dintre agenţii economici poate fi privită atât ca un aspect pozitiv cât şi ca unul negativ. Pozitiv este faptul că schimburile reciproce cresc atât ca rapiditate cât şi ca volum, iar regularizarea situaţiei celor implicaţi se face sub forma unei singure compensări, la finele unei perioade precizate. O asemenea soluţie poate fi, însă, periculoasă, ea oferind posibilitatea ca agenţii economici implicaţi să practice evaziunea fiscală şi să se sustragă controlului autorităţilor.

Apreciem, totodată, că banca nu ar trebui să-şi piardă total rolul de intermediar, ea fiind obligată să intervină în aceste transferuri în situaţiile în care acestea nu se derulează normal şi limitându-se, în rest, la a supraveghea mişcările şi soldurile celor implicaţi, în condiţiile menţinerii obligativităţii deschiderii de conturi la bănci, pentru orice agent economic.

Pe de altă parte, comprimarea drastică a timpului destinat perfectării tranzacţiilor şi creşterea numărului şi vitezei de derulare a acestora impun regândirea relaţiilor bancă-client pe noi coordonate. Această nouă poziţie a băncii, în raporturile cu clientul, se bazează pe tehnologiile legate de electronică şi telecomunicaţii, care asigură funcţionalitatea serviciilor bancare oferite prin calculator, automate bancare, telefon sau fax. Ca urmare, în activitatea băncilor noastre au început să apară curente noi de dezvoltare, prin adoptarea de către acestea a principiilor de "home banking", "electronic banking" sau "Internet banking".

"Home banking"-ul oferă posibilitatea realizării de operaţiuni din afara băncii, prin folosirea de mijloace electronice. Puterea sa a devenit evidentă, însă,

Scanned with OKEN Scanner

în domeniul finanțelor private (personale), care înseamnă, pe lângă completarea de cecuri şi urmărirea investițiilor, efectuarea plăților sau a împrumuturilor şi gestiunea cărților de credit,etc.

Prin comparație, "electronic banking"-ul are o sferă de acțiune mai largă, deoarece cuprinde atât consultarea, cât şi prelucrarea informației bancare şi inițierea tranzacțiilor. El furnizează facilități legate de efectuarea de plăți ordonate local, din conturi la bănci în străinătate, derularea rapidă a tranzacției (o oră), obținerea de extrase de cont , plăți interne sau externe periodice, precum şi elemente de securitate a operațiunilor. Problemele esențiale ale acestui tip de serviciu bancar privesc securitatea operațiunilor şi asigurarea unor comunicații rapide şi de calitate.

Primii paşi spre electronic banking au fost deja făcuți în România, iar oferta de cash management continuă să se îmbogățească, putându-se efectua operațiuni precum debitarea unui cont şi creditarea mai multor conturi, centralizarea trezoreriei la sfârşitul zilei, etc. Firmele de soft din țară au produs aplicații informatice pentru sectorul financiar-bancar, propunând soluții de integrare cu programele de contabilitate. De exemplu, firma Net Consulting, integrator de sistem pentru sistemele OMIKRON (Germania), a furnizat către ING Bank, ABN AMRO Bank, City Bank şi Bancorex, un pachet de aplicații numit Multicash, menit să implementeze serviciile de electronic banking. Schema de funcționare a acestuia este prezentată în figura nr.1.

Aplicația Client permite preluarea ordinelor de plată în lei şi valută, verificarea corectitudinii acestora, generarea şi compactarea mesajelor de plată, transferul acestora la bancă prin intermediul parolei de acces (prin linie telefonică directă sau prin rețea), preluare de la serverul băncii a extraselor de cont şi prelucrarea informațiilor de gestiune ale clientului, precum şi preluarea datelor referitoare la motivele eventualelor respingeri ale ordinelor de plată. Operațiunile ce se pot efectua prin aplicația Client depind de drepturile alocate acestuia, pe bază de parole.

Aplicația Banca asigură preluarea automată a ordinelor de plată de la clienți şi integrarea acestora în sistemul electronic al băncii, validarea ordinelor de plată de către administratorii de cont sau respingerea acestora şi generarea mesajelor de atenționare către client, privind acea respingere. Tot prin acest modul, se realizează preluarea extraselor de cont, generate sub formă de mesaje SWIFT, şi direcționarea acestora către căsuțele poştale electronice ale titularilor. Având în vedere avantajele majore pe care le oferă clienților băncii (evitarea consumului de timp, rapiditatea şi calitatea operațiunilor privind ordinele de plată şi gestionarea trezoreriei prin preluarea automată de la bancă a extraselor de cont), apreciem că introducerea unor sisteme tip electronic banking trebuie să reprezinte pentru instituțiile bancare din România un obiectiv prioritar.

Scanned with OKEN Scanner

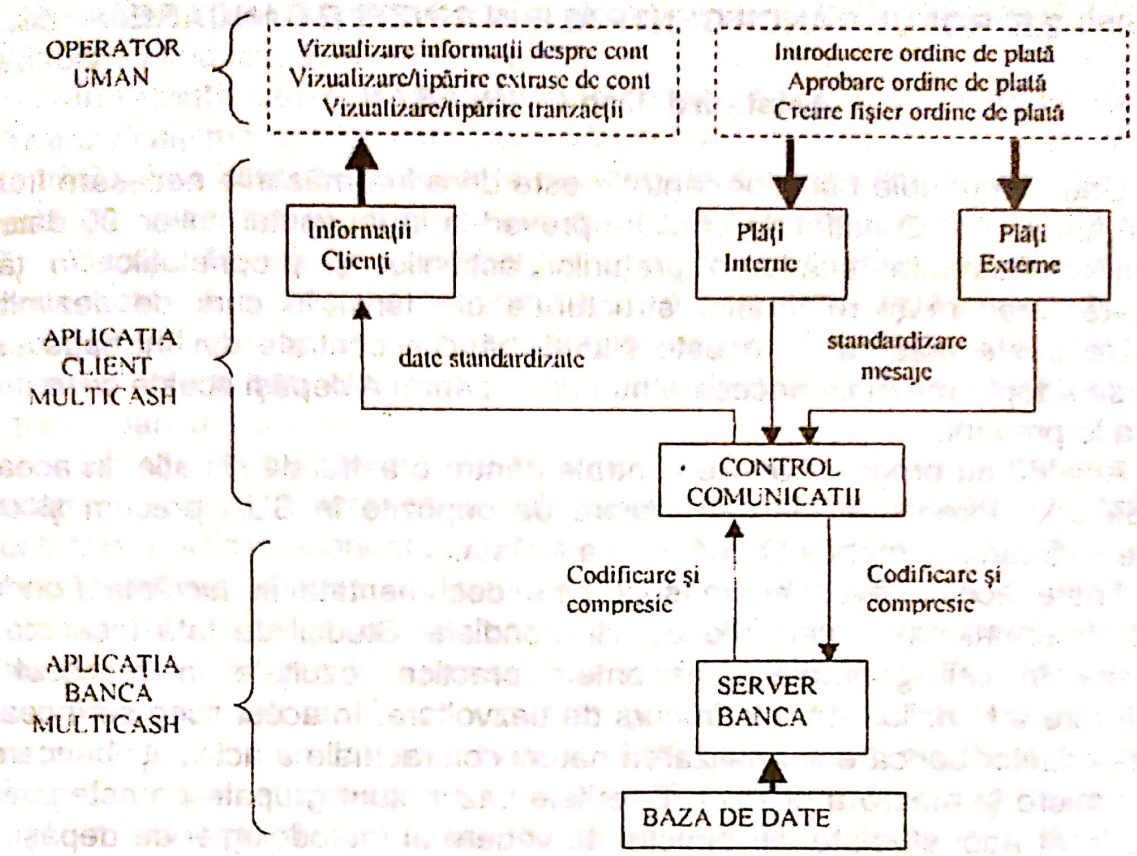


Fig.1

La rândul său Internet banking-ul este utilizat, în principal, pentru gestionarea cărților de credit, însă dezvoltarea tehnologiilor de filtrare și securitate a datelor tinde să permită extinderea și multiplicarea operațiunilor de încasări și plăți realizate prin această tehnologie. Statistica arată că acest tip de servicii era oferit, în 1997, de circa 50 de bănci, dintre care numai 10 ofereau posibilitatea realizării de tranzacții complete, cu toate categoriile de conturi.[1] Implementarea acestui tip de servicii va conduce la apariția unei noi concepții privind rolul și locul băncii.

Un rezultat al dezvoltării noilor tehnologii bancare poate fi considerat "banca virtuală", plasată pe ecranul calculatorului, ai cărei clienți completează cecuri și ordine de plată sau achită chitanțe electronice. Aceasta, deși inexistentă fizic, lasă impresia unei bănci reale, cu funcționari specializați pe departamente: conturi personale, servicii financiare, etc.

În raport cu tendințele existente, este de admis că, în viitor, activitatea băncilor va fi preponderent orientată spre gestiunea riscului și acordarea de credite, în vreme ce activitatea legată de decontări se va limita la facilitarea și supravegherea acestora.

---

[1] *Catalogul de tehnologii informaționale și bancare*, Ediția I, 1998, Ed. Rev. Piața financiară,p.74

Scanned with OKEN Scanner

2.5. ROLUL BĂNCII CENTRALE ÎN CRIZELE BANCARE

Asist. drd. Dan CHIRLEŞAN

Unul din rolurile băncilor centrale este de a lua măsurile necesare în caz de criză financiară. O astfel de criză se prevedea la începutul anilor '90 datorită mai multor elemente: scăderea preţurilor acţiunilor şi proprietăţilor în ţările dezvoltate, precum şi reformelor structurale din ţările în curs de dezvoltare îndatorate peste măsură. În aceste situaţii băncile centrale din întreaga lume trebuie să adopte măsurile necesare nu numai pentru a depăşi aceste crize dar şi pentru a le preveni.

Anii '80 au pregătit băncile centrale pentru o astfel de situaţie. În această perioadă s-au înregistrat pierderi majore de depozite în SUA precum şi crize bancare în Spania, America Latină, Africa şi Asia.

Toate aceste evenimente sunt bine documentate în lucrările Fondului Monetar Internaţional şi cele ale Băncii Mondiale. Studiul de fată încearcă să sintetizeze în linii generale experienţele practice rezultate în procesul de restructurare a băncilor în ţările în curs de dezvoltare. În acest scop se încearcă definirea crizelor bancare şi analizarea naturii contractuale a activităţii bancare şi originea micro şi macro a crizelor. Diferitele cazuri sunt grupate pe categorii de crize ce sunt apoi studiate din punctul de vedere al metodologiei de depăşire a acestor crize.

În această lucrare termenii de criză bancară şi criză financiară pot fi substituiţi. Cele mai multe definiţii ale crizei financiare se apropie de cea dată de Goldsmith în 1982: "O deteriorare acută, pe termen scurt, ultra-ciclică a tuturor sau a majorităţii indicatorilor finaciari (rata creditului pe termen scurt, preţul bunurilor patrimoniale (acţiuni, bunuri imobiliare, etc.) insolvabilitatea comercială şi falimentul instituţiilor financiare."[1]

Într-un sens restrîns, criza actuală este un eveniment decisiv ce marchează un punct de cotitură în ciclul economic. Cu toate acestea, o criză financiară are un orizont de timp îndelungat, de cel puţin 3-5 ani. Crizele bancare apar, de obicei, atunci când fenomenele negative predomină (sistemul bancar în ansamblul său are capital negativ, profiturile sunt insuficiente pentru a acoperi pierderile şi nu există posibilităţi interne de a genera capital pozitiv).

Specialiştii consideră două nivele de criză: "discontinuităţi" financiare şi crize financiare, diferenţa fiind că ultima produce importante pierderi pentru economie. Pornind de la această definiţie, marile falimente bancare şi prabuşirile burselor, din perioada postbelică, se încadrează în prima categorie, deoarece nu au modificat semnificativ creşterea economică, balanţa de plăţi sau rezervele de

---

[1] Goldsmith Raymond, "*Comment*" in Financial Crisis: Theory, History and Policy, ed. by Charles P. Kindleberger and Jean Pierre Laffargue (Cambridge University Press; New York, 1982)

Scanned with OKEN Scanner

valută. Acest nivel numit "discontinuitate" financiară a mai fost denumit şi pseudocriză financiară (Anna Schwartz)[1].

În privinţa cauzelor crizelor bancare există mai multe curente de opinie. Schwartz şi alţi monetarişti consideră crizele financiare ca fiind cauzate de eşecul autorităţilor în a răspunde corect la problemele de ordin financiar şi agravate de incertitudinea sectorului privat în ceea ce priveşte adoptarea unor politici corecte.

Şcoala Minski şi Kindleberger a dezvoltat teoria fragilităţii financiare, caracterizată de o creştere economică pe o perioadă lungă ce conduce la un comportament euforic din partea unităţilor economice. În aceste condiţii orice eveniment intern sau extern poate conduce la o reacţie în lanţ ce provoacă falimente bancare[2].

Există controverse în ceea ce priveşte originea micro sau macro a crizelor bancare. Şcoala macroeconomică consideră drept cauze dezechilibrele structurale, politicile economice nepotrivite şi şocurile externe. În plus, mai multe componente ale sistemului financiar nu sunt prevăzute cu mecanisme de rezistenţă la diferite şocuri (sistemul monetar, ca o componentă a sistemului financiar, este bine pus la punct şi strict supravegheat de către banca centrală). Numeroşi specialişti iau în considerare şi cauze microeconomice atunci când doresc să explice un faliment bancar. Astfel de cauze pot fi: managementul bancar defectuos, supravegherea insuficientă, cadrul legal necorespunzător.

În practică, de cele mai multe ori există un mecanism defectuos de feedback micro-macro. Datorită unor dezechilibre la nivel macro, băncile înregistrează pierderi semnificative la nivelul împrumuturilor acordate. În acest stadiu acordarea de împrumuturi de către banca centrală băncilor aflate în impas nu poate determina decât o agravare a crizei. Prin urmare, rolul băncii centrale este crucial. Principalele cerinţe sunt asigurarea stabilităţii financiare, ceea ce implică nu numai menţinerea cursului monedei dar şi stabilitatea sistemului bancar în ansamblu. Cele mai multe doctrine consideră că asigurarea stabilităţii sistemului bancar se poate face prin furnizarea de lichidităţi unui sistem bancar solvabil şi prin menţinerea integrităţii unui mecanism de plăţi.

Banca centrală este astfel obligată să facă diferenţa între nevoia de lichidităţi şi insolvabilitate. Atunci când băncile se adresează băncii centrale pentru asistenţă financiară, după ce au epuizat toate celelalte posibilităţi, este aproape sigur că au o problemă de solvabilitate şi nu doar de lipsă de lichidităţi. În astfel de situaţii banca centrală ar trebui să împrumute băncile cu probleme, aplicând penalităţi, şi să facă public acest lucru. O astfel de intervenţie a băncii centrale are largi implicaţii monetare şi fiscale. Pericolul cel mai mare este inflaţia cauzată de sumele mari acordate băncilor aflate în criză.

---

[1] Schwartz, Anna J., "Real and Pseudo-Financial Crises" in Financial Crises and the world Banking System, Ed. by. forrest Capie and Geoffrey E. Wood (New York: St. Martin's Press, 1985)

[2] Sundararajan, V. "Banking Crisis and Adjustment: Recent Experience, (Washington: International Monetary Fund, 1988)

Scanned with OKEN Scanner

Rădăcinile instabilității periodice ale sistemului financiar își are rădăcinile în natura contractuală a activității bancare. Pe de o parte există o serie de contracte de depozit iar pe de altă parte o serie de contracte de împrumut către agenții economici. Forțată de cei care nu își returnează creditele, banca nu mai poate respecta angajamentele legate de depozite.

În general, produsele financiare sunt reprezentate de contracte ce prevăd riscuri și obligații pentru fiecare dintre părți. Toate acestea decurg normal atâta timp cât ambele părți sunt solvabile. În momentul în care una dintre părți devine insolvabilă, instituțiile care o susțin sunt obligate să acorde împrumuturi.

Un alt aspect este legat de reputația instituțiilor ce activează în acest domeniu. Atunci când imaginea publică a unei bănci este deteriorată, chiar dacă percepția publicului este falsă, aceasta este în pericol. Pe lânga riscul reputațional, o instituție se confruntă cu riscuri sistemice. Riscurile sistemice sunt o extensie a riscurilor reputaționale, ce apar în principal la nivelul sistemului de plăți. Eșecul unui participant în sistemul de plăți, provoacă o reacție în lanț, afectând lichiditățile fiecărui participant. În această situație, dacă banca centrală este în imposibilitate de a stabiliza situația, criza se înrăutățește datorită inflației. În plus, reputația băncii centrale este distrusă iar posibilitățile de a stabiliza sistemul financiar sunt puse sub semnul întrebării.

În concluzie, crizele financiare apar atunci când în economie apar pierderi reale. Aceste pierderi se reflectă în cele din urmă în sistemul bancar care, dacă nu poate absorbi aceste șocuri, se află în pericol. Banca centrală, pe termen scurt, poate acoperi lipsa de lichidități, dar în cele din urmă va trebui să ridice problema insolvabilității instituțiilor financiare.

Experiențele recente privitor la criza financiară pot fi grupate pe țări astfel:

1. țările cu o economie dezvoltată, cu un sistem financiar sănătos și o strictă supraveghere
2. țările cu o economie în dezvoltare
3. țările cu economii planificate, cu un sistem bancar controlat în totalitate de stat
4. țările ce se confruntă cu o hiperinflație și se află în diverse stadii de criză.

Situația sistemului bancar în anii '80 poate fi caracterizată astfel: globalizare, securizare, inovare, și deregularizare. Lumea devenise o mare piață financiară. Guvernele lumii au sprijinit procesul de inovare si prin urmare s-a creat impresia unei rețele bancare sigure, în care banca centrală va interveni întotdeauna pentru a preveni căderea băncilor importante.

În cazul țărilor dezvoltate, crizele financiare s-au dovedit relativ ușor de rezolvat, datorită structurii economice, legislative, etc. sănătoase. Problemele care au dus la apariția crizelor au fost în general datorate politicilor macroeconomice greșite sau fisurilor sistemului bancar.

Crize bancare au apărut, în acest cadru, în SUA, Anglia, Spania, etc. În Anglia, spre exemplu criza bancară din 1973-75 a fost cauzată de împrumuturile excesive acordate firmelor care au suferit pierderi de pe urma scăderii prețului

Scanned with OKEN Scanner

acțiunilor şi valorii proprietăților ca urmare a crizei petroliere de la începutul anului 1973. Problema a fost rezolvată prin crearea unui fond de urgență, de care au beneficiat 26 de bănci, şi prin lichidarea a 8 bănci.

Un caz special de criză este cel din Hong Kong, când, în urma unor fraude şi a unui management defectuos, un număr de bănci mici au dat faliment. În absența unei bănci centrale, guvernul a folosit anumite fonduri pentru a asigura lichiditatea şi pentru a achiziționa acțiuni la băncile afectate.

Un alt grup de țări pentru care s-au efectuat studii este format din țări în curs de dezvoltare cu venituri medii şi mici, incluzând: Thailanda, Malaiezia, Filipine, Columbia, Ghana, Guinea. Economiile acestor țări, cu un sistem bancar mixt (public şi privat, inclusiv capital străin), s-au confruntat cu numeroase probleme, datorate modificărilor structurale din economie. Crizele bancare au fost cauzate, pe de o parte de fraudă şi management defectuos iar pe de altă parte de concentrarea împrumuturilor către anumite sectoare economice sau mari grupuri economice[1].

În general, crizele acestor țări s-au rezolvat prin restructurări majore ale sistemului financiar, ale sistemului legislativ, printr-o supraveghere mai strictă şi prin îmbunătățirea managementului bancar.

Economiile planificate cu un sistem bancar aparținând statului sunt cel mai interesant grup studiat. Teoretic, în cadrul acestor sisteme nu ar trebui să existe probleme la nivel bancar, datorită garanțiilor acordate de stat. Cu toate acestea băncile publice se pot confrunta cu fenomene de genul "currency flights" şi "monetary overhangs" care pot genera o hiperinflație.

Sistemul bancar dintr-o țară cu o economie centralizată are capacitatea de a masca pierderile, pe o perioadă lungă, datorită monopolului asupra economiilor populației şi modalităților de acordare a creditelor. Crizele bancare în astfel de țări sunt de fapt deficite cvasi-fiscale datorită modului de acoperire.

Ultimul grup de studiu este format din țări ale căror economii au trecut prin adevărate dezastre financiare, iar unele se află chiar în plină criză financiară. Cel mai grav caz din acest grup este cel al Argentinei, care s-a confruntat cu o hiperinflație prelungită, cu o supraîndatorare externă şi cu deficite fiscale importante. Această situație a impus măsuri drastice de austeritate încercîndu-se reducerea deficitului fiscal, în opoziție cu cererile populație de a creşte salariile nominale şi subvențiile la companiile publice. Aceste tipuri de criză demonstrează pericolul finanțării de către banca centrală a deficitelor fiscale de dimensiuni mari.

Cel mai fericit caz de intervenție a băncii centrale într-o economie cu o inflație ridicată este cel al crizei din 1981-83 din Chile. Cu această ocazie guvernul a lichidat sau a intervenit la 60% din bănci. Cauza principală a crizei a fost restructurarea economică menită a corecta nivelul ridicat al inflației şi deficitul balanței de plăți. La aceasta s-a adăugat situația sistemului bancar, slăbit după

---

[1] Sheng, Andrew, "The Art of Bank Restructuring: Issues and Technics" (Washington: World Bank, 1990)

Scanned with OKEN Scanner

denaționalizarea de la începutul anilor '70, când controlul a fost preluat de grupuri private cu diverse interese în economie şi industrie. Soluția a fost o reeşalonare a plăților în contul datoriei externe şi un tratament dur în cazul împrumuturilor neperformante.

Tehnicile de tratare a crizelor bancare au fost grupate în patru mari categorii:

1. diagnosticare
2. controlul pierderilor
3. distribuirea pierderilor
4. reconstruirea unui sistem profitabil

Diagnosticarea este o etapă critică, banca centrală trebuind să identifice corect atît problemele care au cauzat criza cît şi gravitatea acesteia. În acest sens trebuie avute în vedere două principii: "cu cît mai repede cu atât mai bine" şi "problemele sunt totdeauna mai grave decît par".

Controlul pierderilor are drept scop înlăturarea pierderilor sau minimizarea acestora, derulîndu-se, uneori, simultan cu prima etapă. Acesta implică o modificare a managementului, o monitorizare strictă a sistemului bancar, iar acolo unde este cazul, o corectare a sistemului legislativ.

Distribuirea pierderilor presupune, de multe ori proceduri arbitrare, care sunt în dezacord cu grupurile de interese existente în astfel de situații: debitorii, acționarii, angajații, banca centrală, guvernul, etc. De multe ori pierderile sistemului bancar sunt preluate la buget, urmînd a fi acoperite prin impozite suplimentare, împrumuturi externe, finanțare inflaționistă, etc. Deoarece perioadele de criză financiară nu sunt potrivite pentru creşterea taxelor, guvernul poate cere băncii centrale să acopere pierderile; în situația în care pierderile sunt mari aceasta nu poate acoperi toate pierderile care sunt preluate de populație prin creşterea taxelor şi impozitelor.

În final este necesară reconstrucția unui cadru propice, pentru obținerea profitului, prin politici care să încurajeze competitivitatea şi eficiența, în special în sectorul real al economiei.

Modul de tratare a crizelor bancare de către Banca Centrală depinde de circumstanțele fiecărui caz: cadrul legal, structura instituțională şi cel mai adesea de capacitatea echipei de manageri. Un exemplu reprezentativ în acest sens este cel al Băncii Centrale din Malaiezia. Încă de la începuturile ei, banca şi-a dezvoltat capacitățile de supervizare a sistemului bancar diagnosticare a acestuia. Odată cu implicarea băncilor în finanțarea afacerilor imobiliare, banca a instituit un sistem de monitorizare strict al acestui sector.

În anii 1983-84 Banca Centrală a fost implicată în soluționarea deficitului fiscal şi a dezechilibrului balanței de plăți, alături de Ministerul de Finanțe. Măsurile luate aveau să conducă la o prăbuşire a Bursei din Kuala Lumpur precedată de o deflație masivă.

În vederea pregătirii pentru o eventuala confruntare cu o criză bancară, sistemul legislativ a fost modificat pentru a permite Băncii Centrale achiziționarea

Scanned with OKEN Scanner

de acţiuni la băncile cu probleme. O altă condiţie necesară pentru rezolvarea unei crize bancare este consensul politic şi cooperarea interguvernamentală.

Concluzii

Natura crizelor financiare este complexă, cu implicaţii economice, politice, instituţionale şi juridice. Fiecare bancă centrală are la dispoziţie diferite resurse şi funcţionează într-un mediu politic, cultural, naţional, birocratic diferit.

Băncile centrale trebuie să soluţioneze problemele ce apar, într-un mediu în care există crize şi dezechilibre. Băncile centrale au rolul de a menţine integritatea monedei naţionale, ceea ce implică o disciplină financiară strictă în relaţiile cu băncile, întreprinderile şi guvernul. Fără această disciplină, crizele bancare sunt inevitabile.

Scanned with OKEN Scanner

2.6. O MODALITATE DE EVALUARE A RISCULUI ÎN SISTEMUL BANCAR

prep.drd.Bogdan DIMA
Universitatea de Vest Timişoara

În economiile în tranziție, băncile reprezintă principala categorie de intermediari financiari, jucând un rol crucial în cadrul procesului de redistribuire a capitalului.în acelaşi timp, canalul creditului bancar reprezintă unul din cele mai importante canale de transmitere asupra economiei reale a efectelor politicii monetare. Asigurarea viabilității sectorului bancar reprezintă, în aceste condiții, o premisă majoră a realizării unui cadru macroeconomic stabil.

Dată fiind instabilitatea acestui tip de economii, băncile se confruntă cu o serie de riscuri, induse atât de activitatea proprie, dar şi de caracteristicile de ansamblu ale mediului economic.în pofida transformării cadrului legal în baza căruia acestea operează , a adoptării unor norme şi măsuri prudențiale în general compatibile cu cele practicate în economiile dezvoltate, băncile se confruntă cu o serie de dificultăți în ceea ce priveşte evaluarea, managementul şi controlul riscului, datorită unei serii de factori, atât de natură subiectivă (ținând în principal de experiența lor limitată în domeniul gestiunii riscului de credit, a participării pe piețele valutare şi de capital), cât şi de natura obiectivă. A fost astfel necesară adoptarea unor măsuri în ceea ce priveşte lichidarea sau privatizarea unor bănci, cu efecte sistemice notabile. Trebuie precizat că există diferențe destul de importante între diversele țări în tranziție manifestate prin ezitări importante privind participarea capitalului străin la privatizarea sectorului bancar, iar capitalul autohton a fost, de multe ori insuficient, ceea ce explică ritmul lent al privatizării (în Ungaria, ponderea capitalului de stat în totalul capitalului bancar era, la sfârşitul anului 1995, de circa 45%; în prima jumătate a anului 1996, această pondere era de 41% în Polonia şi de 83% în Republica Cehă). Acest fapt a impietat asupra solidității financiare a băncilor, a limitat difuzarea experienței manageriale a băncilor străine şi a expus băncile autohtone la o serie de riscuri sectoriale, prin derularea unor activități de natură cvasifiscală ale Statului (subvenționarea unor ramuri, sectoare ineficiente, a deficitului bugetar etc.).

în aceste condiții, prezintă o importanță deosebită estimarea nivelului riscului cu care se confruntă sistemul bancar. Propunem aici o metodologie de estimare a acestui risc, pe baza unui set de criterii, prezentat în tabelul nr.1. Acest set de criterii se referă la aspecte precum:

- riscurile specifice asumate în cadrul procesului de creditare;
- riscurile generale, generate de evoluția de ansamblu a economiei;
- structura activelor sistemului bancar,resursele financiare proprii ale acestuia, capacitatea sa de a face față obligațiilor asumate față de diverse categorii de clienți;

Scanned with OKEN Scanner

- expunerea excesivă faţa de un anumit sector/ramură/categorie de subiecţi economici, în principal o expunere involuntară, determinată de măsuri cu caracter administrativ, adoptate de diversele autorităţi ale Statului;
- rentabilitatea activităţii sectorului bancar etc.

Aspecte instituţional-funcţionale, precum cadrul legislativ ce reglementează activitatea în domeniu, capacitatea autorităţii monetare sau a unui organism autonom de a exercita supravegherea prudenţială şi calitatea normelor cu caracter prudenţial, precum şi capacitatea efectivă de implementare a acestora, nu sunt reflectate decât în mod indirect.

De asemenea, nu sunt luate în considerare aspecte sistemice, precum gradul de concentrare a sectorului bancar, structura capitalului bancar pe forme de proprietate etc. Raţiunea acestor omisiuni rezidă în aceea că scopul analitic al metodologiei propuse este limitat la construirea unor indicatori operativi de estimare a riscului bancar. Cu toate acestea, considerăm că, în pofida limitelor lor, astfel de indicatori permit evidenţierea unor aspecte semnificative care determină creşterea nivelului de risc, cu consecinţe grave asupra unui sistem bancar aflat într-un stadiu de dezvoltare şi consolidare.

Criteriile luate în considerare sunt:

1) Raportul (neponderat în funcţie de risc) fonduri proprii-active (***ca***), care reflectă capacitatea sistemului bancar de a face faţă, pe baza propriilor resurse, diverselor şocuri exogene,fiind o aproximare a solvabilităţii acestuia; în consecinţă, acest raport evoluează invers proporţional cu nivelul riscului.

2) Raportul dintre rezerva generală pentru riscul de credit şi provizioanele specifice de risc şi fondurile proprii (***fr***) ;reflectă modul în care sunt satisfăcute nevoile de asigurare a băncilor împotriva riscurilor specifice procesului de creditare: cu cât nivelul acestui raport este mai mare, cu atât băncile adoptă o atitudine mai prudentă în faţa riscului.

3) Riscul aferent procesului de creditare este estimat pe baza ponderii deţinute de creditele restante (credite nerambursate la scadenţă de clienţii nebancari) în totalul creditelor acordate de băncile comerciale (***cr***); este vorba de credite acordate pe diferite scadenţe, luate în considerare în mod nediferenţiat. în consecinţă, acest criteriu poate fi detaliat, prin descompunerea sa în două subcriterii care să reflecte ponderea creditelor restante pe termen scurt, respectiv a celor pe termen mediu şi lung. De asemenea, el poate fi extins prin luarea în considerare şi a creditelor substandard.

4) Gradul de expunere a sistemului bancar la riscul valutar este estimat cu ajutorul raportului dintre poziţia valutară în valute convertibile (diferenţa dintre creanţele şi angajamentele totale în astfel de valute ***pv***) şi fondurile proprii ale băncilor (***fp***).Adoptarea de către acestea a unei poziţii valutare "lungi" sau "scurte" reflectă un comportament speculativ în ceea ce priveşte dinamica cursurilor valutare şi antrenează, în condiţiile volatilităţii ridicate a acestora, un nivel ridicat de risc.

Scanned with OKEN Scanner

Un nivel ridicat al profitabilității permite băncilor să-şi îmbunătățească structura capitalului şi să-şi sporească viabilitatea financiară.

Două modalități de estimare a profitabilității sunt luate în considerare:

5) rentabilitatea activelor (raportul profit net/total active - ***pn***) şi

6) marja dobânzilor (diferența dintre dobânzile active şi cele pasive- ***mdn***).

7) Deoarece băncile de rangul doi (băncile comerciale) depind într-o măsură importantă de refinanțarea de la banca centrală, costul mediu al acestei refinanțări (rata medie a dobânzii de refinanțare) (***rf***) exercita un impact semnificativ asupra costurilor totale suportate de acestea.Acest criteriu trebuie analizat în corelație cu

8) raportul dintre volumul total al refinanțării de la banca centrală şi totalul creditelor acordate de către sistemul bancar (***rff***). în măsura în care refinanțarea constituie un factor determinant al dinamicii bazei monetare şi a expansiunii creditului şi a masei monetare, creşte riscul inadecvării raportului dintre resursele proprii ale sistemului bancar, precum şi cele atrase de la clienții nebancari şi totalul creditelor acordate de acesta, precum şi riscul de declanşare a unor tensiuni inflaționiste. Pe lângă factorii specifici structurii financiare a sistemului bancar, recursul sporit la refinanțare este determinat de restricțiile bugetare "slabe" şi de accesul facil la credite a întreprinderilor, în special a celor cu capital de stat şi de menținerea unui stoc de credite neperformante care, comprimând resursele financiare ce pot fi alocate de bănci în cadrul procesului de intermediere, le obligă pe acestea să recurgă la surse alternative de finanțare.

9) Ponderea deținută de către creditele direcționate (credite acordate pe baza unor criterii fixate în mod administrativ, adesea stabilite prin acte normative şi orientate spre finanțarea în condiții preferențiale a anumitor ramuri/sectoare/firme prin intermediul băncilor comerciale) în totalul creditelor de refinanțare (***cd***) reflectă gradul de expunere sectorială a sectorului bancar. Existența creditelor direcționate impune constrângeri semnificative, atât pentru politica monetară a băncii comerciale, cât şi pentru activitatea proprie a băncilor comerciale. De pildă, conform Raportului anual 1996 al Băncii Naționale a României: "ca şi în cazul refinanțării, şi în politica de dobânzi Banca Națională a operat în condițiile unor constrângeri impuse de politica economica a guvernului, în particular de asigurare a unor resurse mai ieftine pentru finanțarea agriculturii. Ca atare, orientarea generală a dobânzilor de refinanțare, ca şi dinamica lor medie, poartă amprenta structurii creditelor de refinanțare şi a intervenției Guvernului (sau a Parlamentului) în stabilirea acestor dobânzi.

Pe lângă dobânzile consacrate pentru creditele structurale (taxa scontului, fixată de Banca Națională), s-au impus, treptat, şi alte dobânzi, stabilite prin acte normative, în general legate de nivelul inflației trecute."şi, de asemenea: "dobânzile la creditele de refinanțare au reflectat simetric rigiditățile funcționării creditelor de refinanțare. Rolul preponderent al creditelor direcționate a influențat

Scanned with OKEN Scanner

puternic nivelul dobânzilor medii, taxa scontului (dobânda la creditele structurale oferite conform regulamentului de refinanțare) fiind cea mai mică din sistem, şi, în general, sub nivelul inflației.Legarea creditelor structurale de finanțarea unui sector a făcut ca taxa scontului să fie foarte sensibilă din punct de vedere politic. Multe credite direcționate, inițiate prin acte normative, au purtat o dobândă stabilită prin acele reglementări la nivelul inflației trecute, deci inoperantă pentru frânarea anticipațiilor inflaționiste

şi dobânda la creditele de licitație s-a dovedit încorsetată de folosirea ei ca reper în stabilirea prețului titlurilor de stat".

10) Datorită instabilității sistemice de ansamblu, creditele pe termen mediu şi lung antrenează riscuri semnificative pentru creditori. De aceea, o pondere ridicată a creditelor pe termen scurt în totalul creditelor acordate de către băncile comerciale (**cs**) reflectă o politică de creditare prudentă (deşi trebuie să se remarce faptul că este dificil de precizat dacă băncile comerciale preferă să acorde astfel de credite sau dacă, în condițiile declinului procesului investițional,în special al celui pe termen lung, subiecții economici nebancari solicită preponderent astfel de credite).

Tabel nr.1

Nr. crt.	Criteriu	Influență	Pondere
1.	$\frac{Fonduri\ proprii}{Total\ activ}$ (ca)	(-)	0.15
2.	$\frac{Fonduri\ de\ risc}{Fonduri\ proprii}$ (fr)	(-)	0.10
3.	$\frac{Credite\ restante}{Total\ credite}$ (cr)	(+)	0.20
4.	$\frac{Pozitie\ valutara^{*}}{Fonduri\ proprii}$ (pvfp)	(+)	0.10
5.	$\frac{Profit\ net}{Total\ activ}$ (pn)	(-)	0.025
6.	Dobândă activă**-dobândă pasivă ***(mdn)	(-)	0.025
7.	Rata medie a dobânzii de refinanțare de la banca centrală (rf)	(+)	0.10
8.	$\frac{Refinantare\ de\ la\ banca\ centrala}{Total\ credite}$ (rff)	(+)	0.025

9.	$\frac{\text{Credite directionate}^{****}}{\text{Re finantare de la banca centrala}}$ (cd)	(+)	0.05
10.	$\frac{\text{Depozite publice}}{\text{Total credite}}$ (dp)	(-)	0.025
11.	$\frac{\text{Active lichide}}{\text{Depozite}}$ (al)	(-)	0.025
12.	Rata inflației**** * (inf)	(+)	0.10
13.	$\frac{\text{PIB}}{\text{Total credite}}$ (rci)	(-)	0.025

*active în valută convertibilă-pasive în valută convertibilă

**rata medie a dobânzii la creditele acordate de băncile comerciale clienților nebancari;

***rata medie a dobânzii bonificate de băncile comerciale pentru depozitele constituite la acestea de clienții nebancari;

****credite de refinanțare a căror condiții generale sunt stabilite, parțial sau total, pe cale administrativă şi care se acordă pe destinații precise;

*****variația indicelui prețurilor de consum.

11) Dacă există un volum semnificativ al depozitelor publice la băncile comerciale (din care cele mai importante sunt, în general, bănci cu capital de stat) finanțarea de către acestea a deficitului public (de natură fiscală sau cvasifiscală) nu are ca efect evicțiunea sectorului neguvernamental şi diminuează riscul indus de către creditele neperformante acordate statului. Prin urmare, între raportul dintre depozitele publice şi totalul creditelor şi nivelul riscului există o relație inversă.

12) Capacitatea sistemului bancar de a face fața cu uşurință solicitărilor de restituire a resurselor atrase de la clienți, estimată prin raportul dintre activele lichide deținute de bănci şi volumul depozitelor constituite la acestea (*al*) evoluează invers cu gradul de risc, aşa cum este acesta perceput de către clienții nebancari (cu toate acestea, existența unui volum prea important de active lichide poate indica o gestionare necorespunzătoare a acestora sau o atitudine excesiv de prudentă a băncilor în politica lor de creditare şi de efectuare a celorlalte plasamente).

13) Persistența în economiile de tranziție a tensiunilor inflaționiste exercită numeroase efecte adverse asupra sistemului bancar, determinând un important transfer de resurse dinspre creditori înspre debitori. Dinamica volatilă a ratei inflației şi ajustarea decalată la aceasta a ratelor dobânzii face ca rata reală a dobânzii, prin nivelul ei scăzut, să apară drept o slabă restricție de cost, determinând astfel plasarea resurselor financiare împrumutate de bănci în numeroase investiții cu rentabilitate redusă şi cu slabă capacitate de a genera

Scanned with OKEN Scanner

venituri care să permită restituirea acestor credite. Cu toate acestea, pe termen scurt, inflația are şi un efect secundar, aparent favorabil, făcând ca valoarea stocului de credite neperformante, în termeni reali, să se diminueze iar aminintitul transfer de resurse să apară, în valori reale, mai redus. Este însă evident că, pe termen mediu şi lung, efectele adverse ale inflației (decapitalizare, dezintermediere financiară) sunt preponderente. De asemenea, inflația erodează marja dobânzilor şi rezultatele financiare ale băncilor. De aceea, legătura dintre rata inflației (pe baza indicelui prețurilor de consum) (***inf***) şi gradul de risc în sistemul bancar a fost considerată a fii una inversă.Mai trebuie remarcat aici faptul că, față de riscurile generate de procesul inflaționist, băncile pot adopta două atitudini.Astfel, acestea pot încerca o sporire a dobânzilor active, transferând o parte din aceste riscuri înspre debitorii lor. Cu toate acestea, majorarea, chiar în termeni nominali, a costului creditului, nu poate depăşi un anumit plafon, dincolo de care ea este percepută drept excesivă. Cealaltă alternativă constă în sporirea marjei dobânzilor şi în transferarea riscurilor spre proprii creditori ai băncilor. Pe termen mediu, o astfel de soluție conduce la diminuarea potențialului de creditare al băncilor şi la necesitatea unui recurs sporit la creditele de refinanțare.

14) în fine, randamentul capitalului împrumutat a fost apreciat pe baza raportului PIB/volumul total al creditelor acordate de sistemul bancar (***rci***).Cu cât se obțin, pentru fiecare unitate monetară acordată sub formă de credit, mai multe unități monetare de venit,cu atât creşte capacitatea de rambursare a creditelor contractate de subiecții economici nebancari şi se diminuează riscul specific procesului de creditare.

în rezumat: creşterea gradului de solvabilitate, a nivelului provizioanelor de risc, a rentabilității de ansamblu a activității, adecvarea structurii temporare creditelor, a gradului de lichiditate a activelor, creşterea randamentului capitalului împrumutat, contribuie la scăderea nivelului riscului cu care se confruntă sistemul bancar; creşterea ponderii creditelor " putrede" în totalul portofoliului de credite, a gradului de expunere sectorială, a participării la finanțarea deficitului bugetar, adoptarea unor poziții valutare cu caracter speculativ, intensificarea recursului la refinanțare, tensiunile inflaționiste, determină creşterea acestui nivel.

Luând în considerare ansamblul acestor criterii, se pot construi un indicator de apreciere a nivelului riscurilor cu care se confruntă sistemul bancar.De asemenea, aceste criterii pot fi ierarhizate în funcție de aprecierea asupra contribuției lor la manifestarea riscurilor ,pe baza unor ponderi specifice. Propunem următoarea metodologie de construcție a acestor indicatori:

1. Construirea elementelor X_i şi Y_i, respectiv, $_i$, unde:

$$X_{i,t} = \frac{x_{i,t=1,n} - MIN\{x_{i,t=1,n}\}}{MAX\{x_{i,t=1,n}\} - MIN\{x_{i,t=1,n}\}} \quad (1)$$

Scanned with OKEN Scanner

în care elementele $x_{i,t=1,n}$ cu i = 1...6, reprezintă valorile criteriilor (***cr***), (***pvfp***), (***rf***), (***rff***), (***cd***), (***inf***), construite ca serii temporare, care exercită o influenţă directă asupra nivelului riscului;

$$Y_{j,t} = \frac{MAX\{y_{j,t=1,n}\} - y_{j,t=1,n}}{MAX\{y_{j,t=1,n}\} - MIN\{y_{j,t=1,n}\}} \quad (2)$$

în care elementele $y_{j,t=1,n}$ cu j = 1...8, reprezintă valorile criteriilor (***ca***), (***fr***), (***pn***), (***mdn***), (***cs***), (***dp***), (***al***), (***rci***), construite ca serii temporare, care exercită o influenţă indirectă asupra nivelului riscului.

2. Construirea indicatorului neponderat de risc (***RISC***), respectiv a celui ponderat (***RISCPONDERAT***), ca o medie a valorilor elementelor $X_{i,t}$ şi $Y_{j,t}$:

$$RISC = \frac{\sum_{i=1}^{6}\sum_{t=1}^{n} X_{i,t} + \sum_{j=1}^{8}\sum_{t=1}^{n} Y_{j,t}}{14} \quad (3)$$

$$RISCPONDERAT = \frac{\sum_{i=1}^{6}\sum_{t=1}^{n} \lambda_i X_{i,t} + \sum_{j=1}^{8}\sum_{t=1}^{n} \lambda_j Y_{j,t}}{14} \quad (4)$$

unde: λ_i şi λ_j reprezintă ponderile criteriilor considerate.

Se presupune că toate informaţiile despre variabilele luate în considerare sunt cunoscute la sfârşitul fiecarei perioade curente, astfel încât indicatorii de risc pot fi calculaţi atât pe baza informaţiilor din perioadele precedente, cât şi din cele curente. Se observă că se lucrează doar cu valori efective, nu şi anticipate, astfel încât este posibilă doar aprecierea **ex-post** a nivelului de risc. Cu toate acestea, în măsura în care evoluţia criteriilor luate în considerare poate fi estimată cu suficientă acurateţe, se pot realiza şi proiecţii ale evoluţiei acestor indicatori, deoarece ponderile cu care participă fiecare criteriu sunt presupuse fixate prin însăşi modalitatea de definire a indicatorilor.Desigur, aceasta predefinire a ponderilor asociate fiecărui criteriu, apare subiectivă; ea are doar rolul de a realiza o ierarhizare în funcţie de modul în care este apreciată contribuţia fiecăruia dintre elementele avute în vedere la determinarea nivelului riscului.

Considerând că dinamica inflaţiei şi randamentul mediu al capitalului împrumutat constituie factori de influenţă care afectează în aceeaşi măsură fiecare bancă, această metodologie poate fi aplicată atât pentru sistemul bancar în ansamblul său, cât şi pentru componentele individuale ale acestuia. Considerăm că ea este recomandată pentru situaţiile în care nu există un număr suficient de observaţii directe asupra situaţiilor de declarare a falimentului bancar

Scanned with OKEN Scanner

(pentru o metodologie alternativă de apreciere a nivelului riscului, a se vedea, de exemplu, HERMOSILLO, PAZARBA şI OGLU, BILLINGS, 1997).

Spre exemplificare, prezentăm în graficul nr.1 evoluţia indicatorilor de risc ai sistemului bancar în cazul României. Perioada de analiză este ianuarie 1992-decembrie 1997, datele fiind considerate lunar.Trebuie făcute următoarele precizări privind structura datelor:

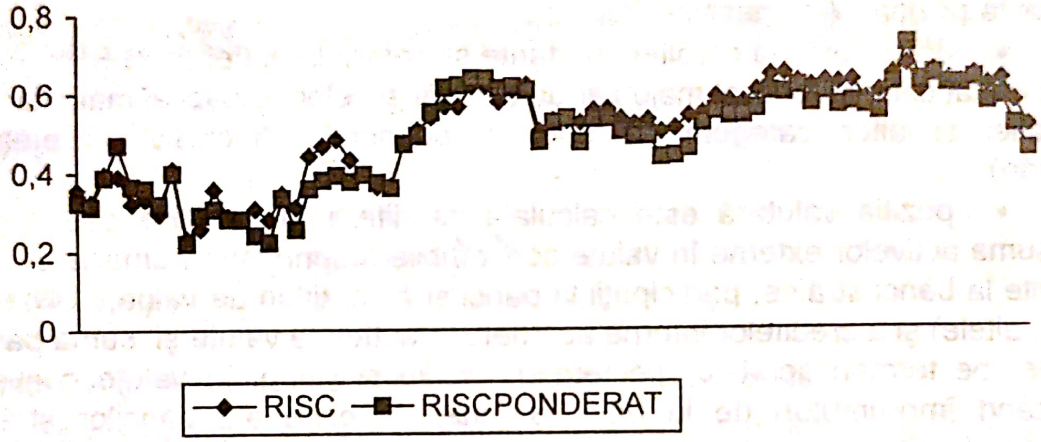
- fondurile proprii cuprind capitalul propriu (capitalul statutar, fondul de rezervă, profitul net-care până în decembrie 1995 a fost inclus în bilanţul agregat al societăţilor bancare la poziţia " Alte pasive-Profit" şi " Alte pasive-Vărsăminte şi prelevări din profit"-alte fonduri şi acţiuni-incluse în capitalul statutar începând cu decembrie 1994) şi capitalul suplimentar (compus din fonduri de risc şi din alte fonduri proprii care, până în decembrie 1995 au fost incluse în bilanţul agregat la poziţia " Alte pasive-Altele");
- datele privind creditele restante se referă la astfel de credite acordate firmelor, atât celor cu capital majoritar de stat,cât şi celor cu capital majoritar privat, populaţiei şi altor categorii de subiecţi economici (inclusiv societăţile de asigurări);
- poziţia valutară este calculată ca diferenţa, pozitivă sau negativă, între suma activelor externe în valute convertibile (cuprinzând numerar şi cecuri, depozite la bănci străine, participaţii la bănci străine, titluri de valoare eliberate în valută, altele) şi a creditelor interne acordate în astfel de valute şi suma pasivelor externe, pe termen scurt şi pe termen mediu şi lung, în valute convertibile (incluzând împrumuturi de la bănci străine, depozite ale băncilor străine şi depozite ale altor nerezidenţi) şi depozitele în valută convertibilă ale rezidenţilor (depozitele la vedere şi la termen ale firmelor, atât celor cu capital majoritar de stat,cât şi celor cu capital majoritar privat, populaţiei şi altor categorii de subiecţi economici - inclusiv societăţile de asigurări). Nu se iau în calcul diferenţele favorabile şi nefavorabile din reevaluarea activelor şi pasivelor externe;
- dobânda activă reprezintă rata medie a dobânzii la creditele acordate clienţilor nebancari pe diverse termene; dobânda pasivă reprezintă rata medie a dobânzii bonificate de băncile comerciale pentru depozitele atrase, pe diverse termene, de la clienţii nebancari;
- datele privind refinanţarea de la banca centrală se referă la valoarea medie zilnică a creditelor acordate cu o astfel de destinaţie; pentru a măsura cu mai multă acurateţe expunerea sectorului bancar la riscurile generate de creditarea prin mecanismul refinanţării a sectoarelor nebancare, datele privind creditele de refinanţare acordate şi garanţiile plătite de BNR în contul celor două bănci aflate în situaţia de încetare de plăţi, Dacia Felix şi Credit Bank;
- creditele direcţionate au fost considerate conform clasificării BNR (credite structurale, credite preferenţiale şi credite acordate cu derogare de la regulamentul de refinanţare); din anul 1997, nu au mai fost acordate noi credite direcţionate, prin reluarea explicită a acestor finanţări de către bugetul de stat; în

Scanned with OKEN Scanner

consecință, datele pentru acest an reflectă doar soldul creditelor direcționate din anii precedenți şi, de asemenea, este dedus volumul creditului special acordat în noiembrie 1997 către BANCOREX, precum şi a celui acordat Băncii Agricole;

- creditele pe termen scurt neguvernamentale includ creditele curente (inclusiv pentru compensare) acordate în cadrul unor astfel de termene firmelor cu capital de stat şi privat, populației şi altor categorii de subiecți economici (se exclud creditele restante);
- depozitele publice includ depozitele constituite la băncile comerciale de către bugetul de stat şi bugetele locale, pe diverse categorii de destinații şi bugetele locale, pe diverse categorii de destinații;

Grafic nr.1: Evolutia indicatorilor de risc



- în categoria activelor lichide au fost incluse doar activele externe în valută convertibilă (numai numerar şi cecuri) şi numerarul (monedă națională) în casieriile băncilor. Nu au fost luate în considerare depozitele constituite de băncile comerciale la banca centrală (rezervele obligatorii şi depozitele facultative) pentru a nu introduce eventuale distorsiuni generate de modificarea, în aceasta perioadă, a regimului rezervelor obligatorii şi a politicii BNR privind atragerea depozitelor facultative ale băncilor comerciale;
- rata inflației este măsurată pe baza variațiilor lunare ale indicelui prețurilor de consum.

De asemenea, deoarece datele privind PIB nu sunt disponibile lunar, în locul acestei variabile s-a luat în considerare dinamica producției industriale (seria brută, inclusiv volumul stocurilor). Deşi aceasta reduce acuratețea calculelor, constituie totuşi o aproximare satisfăcătoare a criteriului privind raportul venit /credit, aceasta ținând cont şi de ponderea deținută de producția industrială în formarea PIB (tabelul nr.2).

Sistemul bancar din România a cunoscut o evoluție similară cu sistemele bancare din celelalte economii în tranziție, prin transformarea vechiului sistem de tip monobancă într-un sistem pe două niveluri, bazat pe principiul universalității băncilor. Trebuie totuşi remarcat că Banca Națională a României a dus o politică

Scanned with OKEN Scanner

prudentă de autorizare a apariției unor noi societăți bancare; în conformitate cu exigențele în materie din Uniunea Europeană, BNR a decis din 1992 ca nivelul minim al capitalului social să fie echivalentul în lei a 5 milioane ECU. Acest fapt a permis evitarea, în general, a unor situații de criză financiară semnificativă, sistemul bancar (cu toate problemele structurale, deloc de neglijat), rămânând relativ solid (situație la care au contribuit şi băncile însele, printr-o politică mai degrabă prudentă de creditare, desigur cu excepțiile de rigoare).în acelaşi timp însă, evoluția lentă a numărului de societăți bancare şi păstrarea unor poziții de monopol de către băncile cu capital integral sau majoritar de stat, a făcut ca sistemul bancar din România să se caracterizeze printr-un grad scăzut de concurență.

Tabel nr.2

	1992	1993	1994	1995*	1996**
Pondere sector industrial în PIB(%)	38,3	33,8	36,2	34,6	36,0

* date semidefinitive

** date estimate

Sursa: BNR

Băncile sunt organizate ca societăți pe acțiuni; încă din 1990, înainte de apariția primelor legi bancare care au pus bazele unui cadru legislativ privind activitatea bancară comparabil cu cel din economiile dezvoltate, fostele bănci specializate din economia planificată au fost corporatizate în baza legislației comune privind societățile comerciale, iar BNR a renunțat la funcția comercială, ce a fost preluată de o nouă entitate bancară, de asemenea corporatizată.

în activitatea lor, societățile bancare se supun reglementărilor emise de către BNR privind aplicarea politicii monetare, de credit, valutare, de plăți, precum şi normelor prudențiale.Societățile bancare sunt obligate să deschidă conturi curente la BNR şi să mențină rezerve minime obligatorii potrivit reglementărilor date de aceasta, precum şi să prezinte lunar BNR situațiile lor financiare, constând din elemente ale bilanțului şi contului de profit şi pierderi, precum şi alte date solicitate de către aceasta.în tabelul nr.3 sunt prezentați indicatorii sintetici ce caracterizează evoluția sistemului bancar din România după 1992.

Tabel nr.3

Indicatori - la sfârşitul perioadei-	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**
1.Active,total-mld.lei	4002	9844	20415	32440	55023	100395
-% din PIB	66	49	41	44	51	40
2.Fonduri proprii, total-mld.lei	259	568	1338	3904	5159	9695
3.Credit neguvernamental, total-mld.lei	1913	4902	9485	16435	26842	35881

Scanned with OKEN Scanner

-% din PIB	31	24	19	22	24	14
4.Credite restante total-mld.lei	106	156	579	1717	37470	56675
-% din PIB	2	1	1	2	29	18
-variaţie reală* (în %)	-58	-59	57	124	1243	-44
5.Depozite total-mld.lei	1445	3424	8447	14515	24933	52945
-% din PIB	24	17	17	20	22	21
6.Economii ale populaţiei total-mld.lei	409	646	2723	5137	8808	20166
-% din PIB	7	3	5	7	8	8
variaţie reală* (în %)	-50	-56	78	42	24	-10
7.Numărul băncilor autorizate	17	20	27	31	40	43
8.Ponderea principalelor trei bănci în total active(%)	67	70	57	57	59	52
9. Ponderea principalelor trei bănci în total credite(%)	84	80	75	69	68	61
10. Ponderea principalelor trei bănci în total depozite(%)	61	59	48	54	59	68

* pe baza indicelui mediu anul al preţurilor de consum

Sursa: BNR

Activitatea de autorizare, reglementare şi supraveghere prudenţială a sistemului bancar revine BNR. Se poate desigur discuta în ce măsură această activitate trebuie să revină băncii centrale sau unui alt organism autonom.Fără a intra în detalii, opinăm că, în măsura în care băncile comerciale sunt obligate să apeleze în mod frecvent la banca centrală, funcţia de refinanţator de ultimă instanţă a sistemului bancar şi a întregii economii a acesteia manifestându-se cu pregnanţă, şi, mai departe, în măsura în care banca centrală însăşi posedă un grad ridicat de independenţă, care îi permite să evite diverse interferenţe în activitatea de supraveghere şi control, ea dispune de mijloace suplimentare în a determina respectarea normelor prudenţiale.

Primele reglementări cu caracter prudenţial au fost adoptate de către BNR în 1992; în perioada 1992-1997, cadrul normelor prudenţiale a fost perfecţionat, atât în concordanţă cu principiile generale stabilite de Comitetul de

Scanned with OKEN Scanner

la Basel privind activitatea de supraveghere bancară, cât şi cu directivele Uniunii Europene privind reglementarea activităţii instituţiilor financiare şi de credit.

Printre abaterile de la regulile prudenţiale, generatoare de riscuri, cele mai frecvent întâlnite în această perioadă, pot fi amintite:

- acordarea de credite pe baza sau în absenţa unor garanţii materiale corespunzătoare sau cu ignorarea situaţiei economico-financiare a debitorului, încălcarea prevederilor privind acordarea de credite unui singur debitor sau unui grup de debitori aflaţi în relaţii speciale cu banca;
- încadrarea eronată a creditelor în categorii inferioare de risc şi dimensionarea necorespunzătoare a provizioanelor specifice de risc;
- depăsirea poziţiei valutare admise;
- dimensionarea necorespunzătoare a fondurilor proprii şi prezentarea distorsionată a nivelului solvabilităţii, al gradului de expunere pentru anumite categorii de credite, al expunerii valutare etc.

În pofida însă a acestor abateri, aşa cum am mai menţionat, cu excepţia încălcărilor grave ale normelor de prudenţă bancară şi ale altor reglementări în domeniu de către două bănci (Dacia Felix şi Credit Bank), a expunerii excesive la riscul sectorial şi de credit a Băncii Agricole şi a Bancorex,a inadecvării structurii capitalului şi a managementului defectuos al unor bănci, sistemul bancar a fost relativ stabil, nemanifestând-se situaţii de criză majoră, de deteriorare a poziţiei financiare de ansamblu a acestui sistem.

Analizând dinamica indicatorilor de risc, se constată că aceştia s-au menţinut la un nivel mediu (de 0,5 pentru indicatorul neponderat, respectiv de 0,48, pentru cel ponderat, pe o scală de la 0 la 1) cu excepţia a două "vârfuri" importante, în a doua parte a anului 1994, respectiv a doua parte a anului 1996/prima parte a anului 1997.Printre principalele cauze ale acestor "vârfuri" au fost, în perioadele menţionate, creşterea ponderii creditelor restante
(cu precizarea că la sfârşitul anului 1996, circa 34% din totalul portofoliului de credite nerambursate la scadenţă era localizat la băncile Dacia Felix şi Credit Bank), predominanţa creditelor de refinanţare ca principal resort al expansiunii monetare, creşterea volumului creditelor în valută, ca urmare a anticipaţiilor privind deprecierea monedei naţionale, cu impact asupra poziţiei valutare, acutizarea presiunilor inflaţioniste, accentuarea poziţiei debitoare a conturilor statului faţă de sistemul bancar (în decembrie 1996 creditul guvernamental net a crescut cu circa 378% faţa de decembrie 1995), ca rezultat al creşterii deficitului bugetar, evoluţiile contradictorii din economia reală etc.

De asemenea, putem nota că utilizarea indicatorilor de risc permite aprecierea modului în care rata dobânzii bonificate depunătororilor de către băncile comerciale cuprinde şi o *primă de risc*, în raport de un activ financiar considerat "fără risc" (de pildă, titlurile de stat). Cu alte cuvinte, face posibilă testarea existenţei (sau inexistenţei) unei corelaţii între evoluţia nivelului acestei dobânzi şi evoluţia nivelului riscului sistemic şi a gradului în care mărimea sa

Scanned with OKEN Scanner

reuşeşte (din punctul de vedere al subiecţilor economici nebancari) să-l compenseze. Spre exemplificare, în tabelul nr.4, prezentăm coeficienţii de corelaţie dintre cei doi indicatori de risc, calculaţi anterior, şi nivelul nominal al ratei dobânzii, pentru perioada de analiză:

Analizând aceste rezultate, se poate aprecia că există o corelaţie semnificativă şi directă între evoluţia ratei nominale medii a dobânzii la depozitele bancare şi evoluţia riscului în sistemul bancar.Desigur aceste rezultate trebuie privite cu prudenţă; totuşi, ele par să sugereze că, în ceea ce priveşte riscul sistemic, el este relativ satisfăcător compensat pentru deţinătorii de active financiare constituite sub formă de depozite bancare (desigur, această afirmaţie nu vizează decât riscul de ansamblu al sistemului bancar şi nu cazurile individuale; de asemenea, se face abstracţie de existenţa unor mecanisme de garantare a depozitelor, precum şi de riscul înregistrării unor randamente negative, în termeni reali, a acestora).

Trebuie remarcat faptul că indicatorii de risc prezentaţi nu includ şi aspecte calitative, precum calitatea managementului bancar; astfel de aspecte sunt reflectate doar indirect, prin intermediul criteriilor referitoare la structura capitalului, a creditelor restante, a expunerii sectoriale etc. Ori, astfel de aspecte prezinta o importanţă critică în evoluţia nivelului riscului asumat de către sistemul bancar.

Astfel, analizând cauzele crizei sistemului bancar ungar din perioada 1990-1993, [BALASSA, 1996; p.23] remarca: "In primul rând, noile bănci comerciale nu aveau suficientă experienţă privind adecvarea riscului de creditare, precum şi reglementări interne corespunzătoare; managementul şi personalul aveau puţină experienţă în comerţul bancar, conducerile lor nu au putut încă funcţiona corespunzător pe linia responsabilităţilor lor statutare. Experienţa lor în practica creditării a fost, la început foarte limitată. După 1991, băncile, în special cele mari, au devenit gradual mai restrictive, mai prudente în acordarea noilor credite. Oricum însă, ele au tins să reînoiască scadenţa creditelor pentru a-şi atrage, din nou şi din nou, clienţii. Compoziţia managementului şi a personalului bancar s-a îmbunătăţit gradul, experienţa şi cunoştiinţele lor au crescut. Cu toate acestea, în aceasta perioadă, ei nu au atins standardul necesar, ceea ce a avut în mod evident un impact negativ asupra activităţii bancare şi a calităţii procesului decizional. Credite acordate în mod iresponsabil, cu încălcarea chiar a regulilor interne ale băncilor, au apărut în mod frecvent".

Tensiunile structurale ale sistemului bancar, ca şi ale ansamblului economiei, fac ca problematica portofoliului de credite neperformante să persiste, în ciuda comportamentului prudent al băncilor; această problematică nu poate fi rezolvată decât prin măsuri administrative, de pildă prin preluarea la buget a datoriilor întreprinderilor către sistemul bancar (de exemplu, procesul de consolidare bancară din perioada 1993-1994 din Ungaria, desfăşurat prin recapitalizarea băncilor comerciale, a reuşit deoarece a fost însoţit de ajustarea şi aplicarea efectivă a normelor ce compun cadrul de reglementare şi supraveghere prudenţială; a se

Scanned with OKEN Scanner

vedea şi BALASSA, 1996; p.13-20), rezultatul unor încercări de curăţire a "creditelor putrede", fără realizarea transformărilor structural-funcţionale necesare şi punerea în practică a reglementărilor în materie şi a tuturor consecinţelor acestora, constă doar în apariţia unor imjecţii monetare suplimentare (de cele mai multe ori cu consecinte inflationiste semnificative), agravarea deficitului bugetar şi perpetuarea unor structuri productive ineficiente şi a unor mecanisme eronate de alocare a resurselor.

în afara rolului direct în acest proces a autorităţii de supraveghere prudenţială, o contribuţie importantă revine şi băncilor comerciale. Desigur că activitatea de supraveghere prudenţială are rolul de a preveni şi limita riscul sistemic, fără însă ca aceasta să limiteze autonomia decizională a societăţilor bancare. Căci, în fond, aşa cum se aprecia în Raportului anual 1996 al Băncii Naţionale a României:" ... supravegherea bancară - exercitată fie de banca centrală, fie de o entitate distinctă- nu poate fi făcută responsabilă pentru deciziile luate de conducerile băncilor, riscurilor comerciale asumate de către acestea, influenţele determinate de concurenţa de pe piaţă, politicile de creditare adoptate de către bănci ori pentru intrarea unei bănci în încetare de plăţi."

Tabel nr.4

		Rata pasivă a dobânzii	RISC	RISC PONDERAT
Coeficient de corelaţie Pearson	Rata pasivă a dobânzii	1,00	0,423**	0,571**
	RISC	0,423**	1,00	0,957**
	RISC PONDERAT	0,571**	0,957**	1,00
Coeficientul de corelaţie a rangurilor Spearman	Rata pasivă a dobânzii	1,00	0,417**	0,61**
	RISC	0,417**	1,00	0,943**
	RISC PONDERAT	0,61**	0,943**	1,00
Coeficientul de corelaţie a rangurilor Kendall	Rata pasivă a dobânzii	1,00	0,294**	0,441**
	RISC	0,294**	1,00	0,805**
	RISC PONDERAT	0,441**	0,805**	1,00

** corelaţie semnificativă pentru un prag de semnificaţie de 0,01

Scanned with OKEN Scanner

2.7. INSTRUMENTE DE CREDIT ŞI DE PLATĂ ÎN PERIOADA DE TRANZIŢIE

Ec. Patricia GEMENIUC

Instrumentele de credit şi de plată utilizate în ţara noastră au cunoscut o puternică transformare în ultimii ani şi aceasta datorită trecerii de la economia condusă prin plan central, la economia de piaţă, care presupune o mai mare flexibilitate şi amplitudine în utilizarea instrumentelor de credit şi de plată (mai ales a celor care presupun plăţile fără numerar).

În România, în această perioadă de tranziţie, se urmăreşte crearea cadrului instituţional şi legislativ necesar utilizării tehnicilor de decontare utilizate în celelalte ţări capitaliste, cu experienţă îndelungată în ceea ce priveşte economia de piaţă şi mecanismele acesteia.

Deşi băncile s-au dezvoltat foarte mult în ultimii ani ai tranziţiei la economia de piaţă, şi-au extins şi perfecţionat activitatea, au oferit noi servicii şi modalităţi de plată, plata direct în numerar încă este cea mai utilizată metodă de transfer a fondurilor, mai ales în cazul în care sunt implicate în tranzacţii persoanele fizice.[1] Numerarul este utilizat deoarece este uşor de folosit, dă posibilitatea de a cumpăra imediat o marfă, e un mijloc de plată general, garantat de stat, este divizibil şi are lichiditatea cea mai mare. În ţara noastră ponderea numerarului în produsul intern brut (PIB) era de 5,61% în mai 1997 şi de 3,98% în decembrie 1997.[2]

În România ponderea numerarului în cadrul agregatului monetar M_1 este încă foarte ridicată, între 49% şi 56%, ceea ce demonstrează o preferinţă pentru păstrarea numerarului cash fără să se apeleze la depozitele bancare datorită şi nesiguranţei dar şi a neîncrederii în bănci. Situaţia privind dimensiunile numerarului în cadrul agregatului monetar M_1 poate fi prezentată prin următorul tabel:

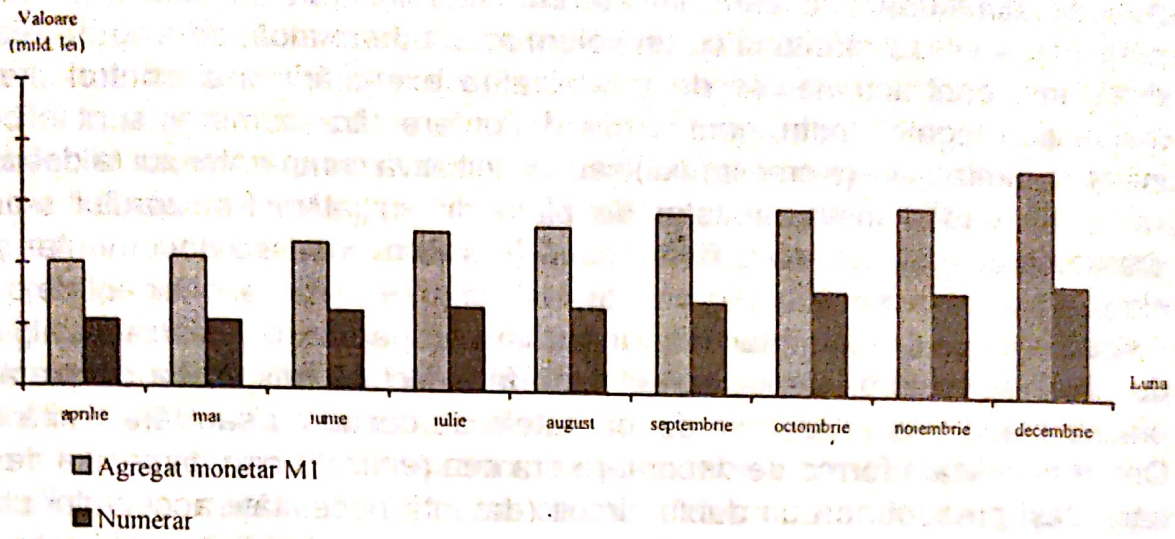
Luna	Agregat monetar M_1 (mild. lei)	Numerar (mild. lei)	Ponderea numerarului în M_1
Aprilie	10.100	5.400	53,46%
Mai	10.600	5.450	51,4%
Iunie	11.900	6.400	53,7%
Iulie	12.950	6.800	52,5%
August	13.500	6.900	51,1%
Septembrie	14.750	7.500	50,8%
Octombrie	15.250	8.500	55,73%
Noiembrie	15.500	8.550	55,16%
Decembrie	18.750	9.250	49,3%

Sursa: Revista „Piaţa financiară" nr. 11, 12/1997 şi nr. 2, 3/1998

[1] Institutul Bancar Român – *„Băncile şi operaţiunile bancare"*, Ed. Economică, Bucureşti, 1996
[2] BNR – *„Sisteme de plăţi în România"*, Bucureşti, 1997

Scanned with OKEN Scanner

Grafic situaţia poate fi reprezentată astfel:



Numerarul continuă să fie cel mai utilizat instrument de plată deoarece oamenii nu pot renunţa la forma originală de plată. Această situaţie e rezultatul conducerii centralizate a economiei româneşti, societatea noastră fiind izolată în acea perioadă de lumea capitalistă în care se înregistrau progrese privind mijloacele şi instrumentele de plată. Chiar dacă s-ar fi încercat utilizarea instrumentelor noi de plată acestea nu ar fi putut să fie adaptate modului de funcţionare a sistemului bancar românesc ce funcţionează de asemenea pe baza principiului planificării. Ponderea operaţiunilor cu numerar e ridicată şi datorită proporţiei mari pe care o deţin cheltuielile cu salariile în ansamblul cheltuielilor agenţilor economici. La noi salariile se plătesc prin eliberarea de numerar pentru fiecare salariat în parte şi nu prin simplul virament al sumei reprezentând salariul în contul personal al salariatului ce este deschis la o anumită bancă (aşa cum se procedează în străinătate). De asemenea şi datorită nedotării corespunzătoare a agenţilor economici, comercianţilor şi băncilor cu mijloace informatice moderne se apelează la plăţile cu numerar. O altă cauză a utilizării frecvente a numerarului e şi predominanţa sectorului de producţie a bunurilor de consum (ce implică folosirea numerarului) faţă de sectorul producţiei de mijloace de producţie (ce implică moneda scripturală). Circulaţia numerarului însă presupune anumite cheltuieli cu emiterea, colectarea, depozitarea, distribuţia şi asigurarea securităţii şi din această cauză se încearcă înlocuirea sa cu alte mijloace de plată care să ajute la efectuarea tranzacţiilor şi care presupune costuri mai mici.

Instrumentele de plată fără numerar prezintă multiple avantaje în utilizarea lor şi din această cauză se recomandă a fi utilizate în locul plăţilor cu numerar.[1] Pe viitor se anticipează o utilizare din ce în ce mai largă a instrumentelor de plată fără numerar. Prin utilizarea instrumentelor de plată fără

[1] Ghe. Stroe – *„Economia României, încotro? Politici economice, monetare, de credit şi valutare"*, vol II, Bucureşti, 1997

numerar se eliberează însemnate cantități de bani în numerar din circulație și deci se diminuează cheltuielile aferente administrării acestora, se efectuează plățile cu o viteză mărită și cu un volum redus de muncă, se asigură respectarea disciplinei contractuale, se dă posibilitatea exercitării unui control prevăzut de dispozițiile legale. Instrumentele de decontare fără numerar sunt eliberate din inițiativa furnizorului (a creditorului) sau din inițiativa cumpărătorului (a debitorului).[1]

În cadrul instrumentelor de plată din inițiativa furnizorului s-au utilizat: dispoziția de încasare cu și fără factură (respectiv incasso-documentar și incasso simplu așa cum se numesc aceste instrumente în țările occidentale). În cadrul instrumentelor de decontare din inițiativa cumpărătorului s-au utilizat: dispoziția de plată cu factură, dispoziția de plată fără factură, dispoziția de plată în cazul plăților planificate și cecurile din carnetele de cecuri cu sau fără limită de sumă. Cea mai utilizată formă de decontare era cea realizată prin dispoziția de încasare care deși presupunea un dublu circuit (datorită necesității acceptului plătitorului) era considerată forma adecvată deoarece furnizorul solicita achitarea de către client a contravalorii bunurilor, a serviciilor de care a beneficiat. Nu se lăsa la inițiativa plătitorului stabilirea datei la care va plăti. Uneori documentele emise de furnizor aveau o anumită dată până la care se aștepta acceptarea din partea clientului după care plata trebuia să se realizeze imediat și fără acceptul acestuia. Practic există un fel de dominare a cumpărătorului de către vânzător. Treptat însă după 1989 s-a amplificat utilizarea metodelor de decontare din inițiativa plătitorului, acesta hotărând când să-și achite obligațiile față de terți. Dar acest lucru presupune și respectarea unei discipline contractuale pentru a nu se ajunge la situația în care neplata în timp util a obligațiilor de către cumpărător să conducă la înrăutățirea situației economico-financiare a furnizorului.

Dispoziția de plată cu sau fără factură a căpătat o nouă titulatură, din 1998 normele bancare de la noi din țară stabilind utilizarea termenului de ordin de plată. Un regulament privind ordinul de plată a fost emis de BNR: „Regulamentul nr. 8/19.08.1994 privind ordinul de plată". Ordinul de plată este instrumentul de decontare în România, lunar fiind completate aproximativ 2,1 milioane de exemplare din care 650.000 sunt ordine de plată interbancare.[2]

Un alt instrument de plată utilizat pe scară largă la noi în țară este cecul, lunar fiind completate aproximativ 300.000 de cecuri din care 50% sunt utilizate pentru plățile interbancare.[3] Plățile prin cecuri au fost reglementate prin Legea nr. 59/1934 asupra cecului, reintrată în vigoare cu puține modificări în septembrie 1994. Regulamentele privind utilizarea cecurilor în cadrul activității bancare au fost prezentate în Normele cadru nr. 7/80.03.1994 privind comerțul făcut de societățile bancare și celelalte societăți de credit cu cecuri pe baza Legii nr. 59/1934 modificată prin Legea nr. 83/1994.

---

[1] V. Turliuc, V. Cocriș – „*Monedă și credit*", Ed. Ankarom, Iași, 1997

[2] BNR – „Sisteme de plăți în România", iunie 1996

[3] BNR - "Sisteme de plăți în România", august 1997

Scanned with OKEN Scanner

Ca instrumente de plată foarte moderne au început să fie utilizate din 1994 şi cărţile de credit. Abia în acest an (1994) a fost creată societatea ROMCARD pentru autorizarea şi procesarea tranzacţiilor pe baza cardurilor. Prima bancă ce a emis cărţi de plată internaţionale a fost BANCOREX-ul iar BRD-ul a fost prima bancă ce a emis carduri naţionale. Pentru a se obţine un card băncile impun anumite condiţii privind suma minimă ce trebuie depusă şi suma ce trebuie să existe permanent în cont şi presupune ca cel ce apelează la acest instrument să aibă o situaţie financiară foarte bună. Utilizarea cărţilor de plată presupune însă existenţa unei instituţii care să acţioneze la nivel superior şi să asigure desfăşurarea normală a tuturor operaţiunilor, siguranţa şi îndreptarea tuturor neregulilor care se pot produce. Prin utilizarea cardurilor sunt oferite avantaje comercianţilor (care nu mai sunt supuşi riscurilor, nu mai au cheltuieli cu manipularea numerarului) dar şi băncilor (deoarece permit creşterea gradului de automatizare a operaţiunilor, ceea ce va determina reducerea operaţiunilor efectuate anormal). Utilizarea cardurilor presupune însă şi necesitatea existenţei unei infrastructuri informatice şi de telecomunicaţii ce să asigure rapiditatea şi securitatea tranzacţiilor şi din această cauză în România, ca şi în ţările din Europa de Est sistemul de plăţi prin intermediul cărţilor de plată nu este dezvoltat.

O situaţie privind instrumentele de plată puse în circulaţie în perioada 1994–1997 poate fi reprezentată prin următorul tabel:

TIP INSTRUMENT	NR. SOCIETĂŢI BANCARE	NUMĂR SETURI	NUMĂR FILE
Ordin de plată	44	55.000.000	–
Ordin de plată în sistem electronic	3	1.070.000	–
Ordin de plată pentru trezorerie	44	41.000.000	–
Ordin de plată pentru trezorerie în sistem electronic	2	1.000.000	–
		NUMĂR CARNETE	
Cec de plată a alocaţiei de stat pentru copii	1	10.934.279	131.211.348
Cec	27	3.344.742	83.618.550
Cec barat	31	3.088.832	77.220.800
Cec de călătorie	1	500	5.000
		NUMAR EXEMPLARE	
Carduri în lei	4	553.500	–

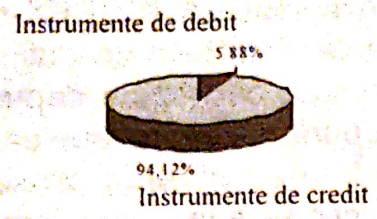
Sursa: „Sisteme de plăţi în România", BNR, 1997

O altă situaţie semnificativă este prezentată prin analiza ponderii pe care o deţine în sistemele de debit (cecuri, cambie, bilet la ordin) şi cea deţinută de instrumentele de plată de credit (ordinele de plată) în ansamblul plăţilor fără numerar. Situaţia este ilustrată prin următoarele figuri:

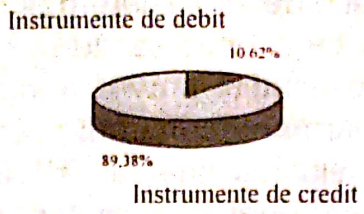
Scanned with OKEN Scanner

Ponderea valorică a instrumentelor de plată

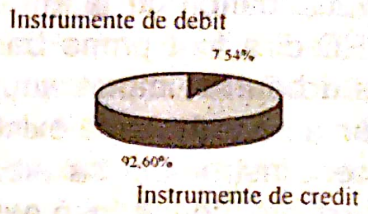
a) Pe circuit intrabancar nov. 1995–mai 1996



b) Pe circuit interbancar nov. 1995–mai 1996



c) Pe circuit intrabancar şi interbancar nov. 1995–mai 1996



Din situaţiile prezentate mai sus se observă că ordinele de plată sunt cele mai utilizate mijloace de decontare. Cecurile ca instrumente de debit sunt utilizate puţin datorită în principal nerespectării disciplinei financiare, în special prin emiterea de cecuri fără acoperire. Din această cauză de indisciplină şi nerespectare a regulilor financiare în cadrul relaţiilor contractuale, instrumentele de plată fără acoperire (ca de exemplu cecurile) nu sunt folosite pe scară mult mai largă. Neîncrederea şi nesiguranţa împiedică utilizarea lor.

Şi cardurile sunt utilizate foarte puţin şi cecurile de călătorie. Această folosire restrânsă a acestor instrumente de plată se datorează introducerii recente a lor pe piaţă. Populaţia trebuie să fie mai bine informată asupra avantajelor pe care le conferă aceste noi instrumente de plată pentru ca aceasta să capete încredere în ele şi să înţeleagă că ele sunt mai sigure şi mai uşor de utilizat decât numerarul. Trebuie creată acea infrastructură informatică şi de telecomunicaţii necesară circulaţiei acestora. E necesar să fie stimulaţi comercianţii să accepte plata prin intermediul lor, să fie sprijiniţi în eforturile de dotare cu sistemele informatice necesare. Trebuie stimulată populaţia să-şi depună disponibilităţile la bancă şi să utilizeze mai mult conturile personale. E necesar să se creeze condiţiile în care orice persoană să aibă acces la noile instrumente de plată, nu numai cei cu o situaţie financiară foarte bună.

Alte instrumente de decontare utilizate în ţara noastră sunt cambia şi biletul de ordin. Acestea sunt instrumente de credit care la scadenţă devin instrumente de plată. În perioada de conducere centralizată a economiei româneşti a fost interzisă practicarea creditului comercial. Se considera că prin creditul comercial era afectată din punct de vedere financiar firma care îşi vindea mărfurile pe credit. D.M. Toma în lucrarea sa „Plăţile fără numerar în România" spunea că datorită creditului pe care l-a acordat cumpărătorului (fără dobândă), furnizorul va apela la bancă pentru a primi credite pe documentele în curs de încasare şi la acest credit va plăti o dobândă. Astfel, în loc să fie afectat cumpărătorul, furnizorul e cel afectat datorită creşterii costurilor acestuia. Din această cauză, a neînţelegerii efectelor pozitive ale creditului comercial s-a ajuns la interzicerea practicării vânzărilor pe credit şi desfiinţarea circulaţiei înscrisurilor cambiale.

După 1990 în ţara noastră s-a reconsiderat importanţa creditului comercial. S-a reintrodus legislaţia cambiei prin Ordonanţa Guvernului nr. 11 din 4 august

Scanned with OKEN Scanner

1993 şi apoi prin Legea nr. 83 din 1994 asupra cambiei şi biletului de ordin. În România s-a adoptat prin OG nr. 11/1993 denumirea de cambie pentru semnificaţia ce în sistemele europene se utilizează pentru noţiunea de trată.

Putem spune că în funcţia sa de instrument de credit şi de plată, cambia are un triplu rol:[1]

1) un rol din punct de vedere monetar;
2) un rol ca instrument al comerţului;
3) un rol ca instrument de credit.

Rolul monetar decurge din faptul că la un moment dat al proceselor economice cambia suplineşte lipsa de bani asigurând continuitatea activităţii de producţie şi de schimb. Cambia are de asemenea un rol însemnat în promovarea comerţului (multe firme utilizându-l în cadrul politicii lor promoţionale) şi a comerţului internaţional în special. Cambia este de asemenea şi un instrument de credit deoarece beneficiarul creditului comercial acordat de furnizor va plăti când va avea resursele necesare. Prin intermediul acestor instrumente de credit, prin transferul creanţelor (de la un creditor la altul) are loc un proces de translaţie a capitalurilor din economie, se realizează o utilizare eficientă a capitalurilor disponibile.

Deci aceste instrumente de credit au un rol foarte important în cadrul unei economii. Prin Ordonanţa de urgenţă a Guvernului nr. 10/1997 privind diminuarea blocajului financiar s-a propus utilizarea cambiei şi a biletului la ordin ca soluţie pentru această problemă a blocajului care afectează întreaga economie românească. De fapt, blocajul financiar este o cauză a preferinţei pentru utilizarea numerarului în tranzacţii şi nu a instrumentelor de plată fără numerar ce presupun o plată la anumite termene. După 1989 agenţii economici suferind de pe urma unei puternice decapitalizări au început să se crediteze între ei practicând astfel creditul comercial. Dar nu exista în acel moment o legislaţie adecvată pentru a preveni apariţia situaţiilor de neplată la termen şi nerecuperare de către furnizor a contravalorii mărfurilor, serviciilor lor. S-a amplificat din această cauză şi blocajul financiar.

Şi în ţările dezvoltate cu economie de piaţă concurenţială funcţionează creditul comercial dar aici există mecanisme ce exclud posibilitatea şantajului, deoarece cambiile, biletele la ordin şi alte efecte comerciale sunt transmisibile între agenţii economici şi noii posesori nu mai pot fi şantajaţi, ei putând recurge rapid la executarea forţată şi să ceară falimentarea celui care se găseşte în poziţia de rău platnic.[2]

Deci pentru a fi utilizate mai mult instrumentele de credit şi de plată trebuie să existe un cadru instituţional, juridic, economic adecvat, caracteristic economiei de piaţă.

---

[1] C. Basno, N. Dardac – *„Operaţiuni bancare. Instrumente şi tehnici de plată"*, EDP, Bucureşti, 1996

[2] N. Popovici şi alţii – *„Blocajul financiar. Tehnica deblocării"*, EDP, Bucureşti, 1997

Scanned with OKEN Scanner

Prin desfăşurarea unei activităţi economice eficiente de către agenţii economici de pe piaţă (prin restructurare, privatizare etc.) şi statornicirea unui mediu economic concurenţial bazat pe disciplină financiară şi caracterizat prin stabilitate se va contura şi statornici un cadru de desfăşurare a proceselor economice în care toţi operatorii de pe piaţă vor apela la utilizarea plăţilor fără numerar (prin instrumentele de credit şi de plată) a căror utilizare se bazează pe încredere între partenerii de afaceri.

Scanned with OKEN Scanner

PARTEA A III-A

MECANISMELE ŞI EVOLUŢIA PIEŢEI VALUTARE ÎN PERIOADA TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

- EVOLUŢIA ŞI FUNCŢIONALITATEA MECANISMELOR PIEŢEI VALUTARE DIN ROMÂNIA
- CONSILIUL VALUTAR ŞI REALITATEA ECONOMICĂ A TRANZIŢIEI
- EVALUAREA RISCULUI DE ŢARĂ ŞI FINANŢAREA EXTERNĂ

Scanned with OKEN Scanner

3.1. EVOLUȚIA ŞI FUNCȚIONALITATEA MECANISMELOR PIEȚEI VALUTARE DIN ROMÂNIA

Prof. univ. dr. Gheoghe M. VOINEA

În condițiile monopolului valutar al statului de până în anul 1989, a dirijării centralizate a exporturilor şi importurilor, a controlului sever asupra producției şi consumului, a forțării exporturilor şi amputării importurilor, cursul valutar nu reprezenta un instrument pentru echilibrarea balanței de plăți şi de reflectare a eficienței din economia națională.

La începutul anului 1990, România nu înregistra datorii externe şi dispunea de rezerve valutare, datorită aplicării mecanismelor de control centralizat care au sporit exporturile, au diminuat importurile şi au exercitat influență asupra potențialului productiv al economiei naționale.

Reforma economică din România,. menită să asigure tranziția de la modelul de conducere centralizată la economia de piață, a inclus şi cursul de schimb al monedei naționale pentru a fi transformat în instrument de stimulare a activității de comerț exterior şi de realizare a echilibrului balanței de plăți externe[1]

Până în anul 1990, în România s-a aplicat un sistem de cursuri multiple:

- cursul oficial în calitate de raport de schimb determinat pe baza conținutului în aur avea un caracter artificial;
- cursul necomercial se stabilea prin aplicarea unei prime la cursul oficial şi se utiliza pentru schimbul valutar al persoanelor fizice şi pentru decontarea cheltuielilor reprezentanțelor diplomatice;
- cursul comercial se folosea pentru reflectarea creanțelor, angajamentelor şi disponibilităților în valută ale întreprinderilor de comerț exterior, instituțiilor bancare şi ale altor unități economice care derulau tranzacții cu străinătatea.

Practicarea cursurilor multiple a contribuit la deformarea eficienței activității de comerț exterior şi la aplicarea unor restricții în domeniul valutar. Cursul comercial nu reflectă raportul real dintre cheltuielile interne ale producției destinate exportului şi încasările în valută, iar cursul necomercial nu stimula schimbul în valută al persoanelor fizice. Cursul mediu al produselor exportate se situa la 23-24 lei pentru 1 dolar SUA, cursul oficial era de 4,47 lei, cursul necomercial de 9 lei şi cursul comercial de 16 lei.

România în calitate de țară membră a FMI avea obligația să acționeze în vederea înlăturării restricțiilor asupra plăților curente, să evite practicile discriminatorii, să nu manipuleze cursul de schimb pentru a obține avantaje unilaterale, să adopte măsuri în domeniul valutar care să stimuleze schimburile economice internaționale.

---

[1] Vezi Decretul Lege nr.44/1990 privind stabilirea cursului în lei al valutelor în M.Of. nr.18/1990

Scanned with OKEN Scanner

Regimul cursului valutar şi măsurile adoptate în vederea susţinerii sale au evoluat în funcţie de opţiunea pentru o reformă graduală. Abolirea monopolului valutar şi a monopolului asupra comerţului exterior, eliminarea bruscă a restricţiilor la import şi scăderea exporturilor au determinat o tendinţă de dolarizare şi apariţia unor dezechilibre în relaţiile externe.

Tabel 1. Cursul în lei faţă de principalele valute la 1 februarie 1990[1]

	unic	Comercial	necomercial
1 dolar SUA	21,00	14,23	8,74
1 liră sterlină	35,38	23,75	14,46
100 franci francezi	268,02	247,76	152,17
100 mărci germane	1250,00	841,76	517,01
100 franci elveţieni	1403,00	354,71	566,38

De la începutul lunii februarie 1990 moneda naţională s-a devalorizat de la 16 lei/dolar SUA la 21 lei/dolar SUA. Cursul fix a fost expresia opţiunii de utilizare a pârghiei cursului valutar în vederea combaterii presiunilor inflaţioniste.

În urma înlăturării mecanismelor administrative de reglare a comerţului exterior, a dezechilibrelor structurale ale modului de conducere centralizată a economiei, a prăbuşirii comerţului exterior cu ţările membre ale CAER, a efectelor crizei din Golf s-au consumat rezervele valutare de aprox. 1,5 miliarde dolari SUA şi s-a înregistrat o deteriorare a balanţei de plăţi.

Exporturile au scăzut într-un an cu 44% iar importurile au crescut cu 8,1% ceea ce a determinat un deficit al balanţei comerciale de 1,96 miliarde dolari în anul 1990. Gradul de acoperire a importurilor din exporturi a scăzut de la 165,4% în anul 1989 la 66,2% în anul 1990. Cursul nu a reprezentat un instrument de corectare a deficitului comercial datorită faptului că raportul de 21 lei/dolar SUA era sub valoarea medie de echilibru şi a încurajat importurile.

Legea nr.15/1990 a prevăzut dreptul regiilor autonome şi al societăţilor comerciale cu capital de stat de a dispune de o parte din veniturile în valută şi de a efectua direct operaţiuni de comerţ exterior.

Opţiunea pentru cursul fix din această perioada a urmărit limitarea creşterii preţurilor importurilor. De la 1 noiembrie 1990 s-a modificat cursul la 35 lei/dolar SUA. Deprecierea monedei naţionale de la 35 lei/dolar SUA la 60 lei/1 dolar SUA de la 1 aprilie 1991 înregistrată în aceeaşi perioadă cu liberalizarea preţurilor a reprezentat o altă încercare de a utiliza cursul ca o pârghie pentru a susţine stabilitatea preţurilor[2].

Organizarea şi deschiderea pieţei valutare interbancare în februarie 1991 pe care s-au făcut tranzacţii cu valută din suma rămasă la dispoziţia exportatorilor (partea de 50%) a determinat formarea a două cursuri ale monedei naţionale, respectiv un curs oficial şi un curs stabilit pe piaţă. Cursul interbancar utilizat paralel cu cel unic urmărea să asigure stabilitatea preţurilor şi susţinerea importurilor.

---

[1] După Radu Negrea, ***Noul sistem de cotare a valutelor*** în Tribuna Economică nr.6/1990, p.16

[2] Vezi Hotărârea Guvernului României nr.238/29 martie 1991

Scanned with OKEN Scanner

Sistemul dual de cursuri practicat în perioada menționată a generat o serie de efecte economice:

- a stimulat importurile şi presiunile pentru decontarea lor la cursul oficial;
- a favorizat tendința exportatorilor de a păstra disponibilitățile valutare şi de a nu le integra în circuitul financiar;
- a contribuit la apariția unor întârzieri în achitarea obligațiilor băneşti față de furnizori şi bugetul statului şi a amplificat blocajul financiar;
- a contribuit la denaturarea calculelor economice şi a deciziilor de dezvoltare a schimburilor internaționale;
- nu a asigurat alocarea resurselor valutare pe baza criteriilor de piață;
- exportatorii fiind obligați să schimbe jumătate din încasările valutare la un curs neacoperitor au fost descurajați;
- a limitat presiunile inflaționiste o anumită perioadă deoarece importurile energetice şi de materii prime se realizau la cursul oficial.

În iulie-august 1991 s-au creat casele de schimb în vederea cumpărării şi vânzării de valută de către persoanele fizice, reducându-se operațiunile de pe "piata neagră".

De la data de 11 noiembrie 1991 s-a renunțat la sistemul dual de cursuri, respectiv la cursul interbancar care era de 300 lei/1 dolar SUA şi cursul oficial de 60 lei 1/dolar SUA cursul fiind stabilit la 180lei/1 dolar SUA şi s-a trecut la formarea cursului pe piața interbancară[1]. Determinarea cursului valutar s-a realizat prin mecanismul licitației valutare zilnice.

Încasările în valută ale agenților economici erau decontate la cursul unic şi cedate iar importurile se realizau pe seama cumpărărilor de pe piața valuară. Pentru persoanele fizice se păstra dreptul de a deține valută în numerar şi în conturi şi de a schimba valuta prin intermediul caselor de schimb.

Unificarea cursurilor valutare a produs unele efecte pozitive:

- cursul unificat reflecta mai real efectele valorice ale exporturilor şi importurilor;
- s-au eliminat unele influențe negative asupra eficienței activități de comerț exterior şi s-a îmbunătățit fundamentarea deciziilor economice;
- cursul unificat a urmărit stimularea investitorilor străini;
- agenții economici au dobândit acces la valuta necesară tranzacțiilor externe.

Măsurile adoptate în noiembrie 1991 cu privire la unificarea cursului leului au determinat creşterea costurilor de producție, a prețurilor cu ridicata la produsele industriale şi a prețurilor de contractare ale produselor agricole.

În perioada februarie-martie 1992 cursul a fost înghețat la nivelul de 198 lei/dolar SUA şi la 226 lei/dolar SUA până în mai 1992. Înghețarea cursului urmărind să tempereze inflația internă, a determinat creşterea importurilor, reducerea exporturilor şi accentuarea dezechilibrului valutar a statului.

---

[1] Vezi HGR nr.763/4 noiembrie 1991 privind unificarea cursurilor de schimb ale leului şi extinderea convertibilității interne a leului la operațiunile valutare de cont curent în M.of. nr.232/9.11.1991

Scanned with OKEN Scanner

Cedarea integrală a valutei a satisfăcut cererile de valută pentru acoperirea importurilor energetice, dar a amplificat dezechilibrele din economie. S-au diminuat încasările în valută din exporturi ca urmare a tendinței de întârziere în repatrierea valutei şi a neîncrederii în politica valutară. De la data de 4 mai 1992 s-a restabilit dreptul exportatorilor de a utiliza încasările în valută din exporturi, vânzarea şi cumpărarea de valută se efectua prin intermediul pietei valutare pentru a echilibra raportul de schimb. În urma măsurilor adoptate la data de 4 mai 1992 s-au produs mutații în asigurarea echilibrului extern, au crescut exporturile şi s-a îmbunătățit echilibrul în relațiile economice externe. În acelaşi timp modificările din regimul valutar au contribuit la sporirea încrederii exportatorilor şi a investitorilor străini.

Tabel 2. Evoluția tranzacțiilor valutare şi a cursului de schimb în anul 1992[1]

Perioada	Volumul tranzacțiilor mil.dolari SUA	Curs de schimb finele lunii lei/USD	Curs de schimb mediu		
			Lei/dolari SUA	Variație lunară %	Variație dec. 1991%
Ianuarie	82,38	198	194,91	4,9	4,9
Februarie	87,88	198	197,60	1,4	6,3
Martie	90,93	198	198,00	0,2	6,5
Aprilie	118,18	206	198,38	0,2	6,7
Mai	78,31	226	223,60	12,7	20,3
Iunie	2,42	304	261,32	16,9	40,6
Iulie	54,25	365	349,39	33,7	88,0
August	25,17	384	375,24	7,7	101,9
Septembrie	55,10	426	404,14	7,7	117,5
Octombrie	67,65	430	430,00	8,4	131,4
Noiembrie	65,89	430	430,00	0,0	131,4
Decembrie	79,12	460	432,88	0,7	132,9

Cursul de schimb a avut acelaşi nivel în primele trei luni ale anului 1992, după care s-a modificat mai substanțial în lunile iunie, iulie şi august. Spre sfârşitul anului stabilizarea cursului a avut efecte nefavorabile asupra schimburilor externe şi asupra participanților pe piață. Tranzacțiile cu valuta au sporit în primele patru luni, după care au scăzut substanțial şi în ultima parte a anului au cunoscut o anumită înviorare.

În primele luni ale anului 1993 s-a optat pentru scăderea treptată a cursului leului în corelație cu rata inflației. Cursul la data de 30 aprilie 1993 era de 615 lei 1 dolar SUA cu 43% mai slab decât la data de 30 septembrie 1992.

[1] Vezi Raport anual 1992, Banca Națională a României, p.102

Scanned with OKEN Scanner

Tabel 3. Evoluția tranzacțiilor valutare și a cursului de schimb în anul 1993[1]

Perioada	Volumul tranzacțiilor mil. USD		Curs de schimb la sf. lunii lei/USD	Curs de schimb mediu		
		Modif. ±		lei/USD	Variație lunară %	Variație față de sf. an. anterior %
Ianuarie	42,0	-37,2	480	470,10	8,6	8,6
Februarie	49,3	7,4	560	510,50	8,6	17,9
Martie	59,5	10,2	598	586,04	14,8	35,4
Aprilie	49,5	-10	615	603,71	3,0	39,4
Mai	47,4	-2,1	650	621,43	2,9	39,5
Iunie	61,0	13,6	735	688,50	10,8	43,6
Iulie	72,2	11,2	803	768,50	11,6	59,1
August	82,1	10,0	836	808,59	5,2	77,5
Septembrie	83,2	1,0	910	870,00	7,6	86,8
Octombrie	67,9	-15,2	1036	984,60	13,2	101,0
Noiembrie	73,6	5,7	1074	1067,86	8,5	127,5
Decembrie	111,7	38,1	1278	1140,80	6,8	163,5

Din analiza variațiilor lunare ale cursului de schimb pe anul 1993 se observă abaterile mai însemnate din lunile martie, iunie, iulie şi octombrie. Programul antiinflaționist aplicat în toamna anului 1993 a urmărit restabilirea echilibrului pe piața valutară. Tranzacțiile cu valută din cursul anului 1993 au înregistrat unele creşteri, dar şi scăderi in lunile aprilie şi octombrie.

În unele momente cursul de pe piața interbancară a prezentat decalaje față de cel de pe piețele paralele (case de schimb, piața gri şi piața neagră) datorată factorilor psihologici şi conjuncturali.

Măsura prevăzută în Regulamentul valutar de a constitui depozite în lei sau de a bloca în cont sumele în lei corespunzătoare valutei solicitate pe piața valutară, a determinat blocarea sumelor pe perioade mai mari până la cumpărarea valutei. Pe această cale băncile comerciale au dispus de sume însemnate pentru care au plătit dobânzi mici.

Evoluția reală a cursului de schimb din perioada anului 1993 reflectată de raportul dintre deflatorul PIB care a înregistrat 311,7 la sută şi indicele mediu al cursului valutar de 246,9 la sută arată că în această perioadă moneda națională s-a apreciat în raport cu dolarul SUA (cu 23%).

Încercările de a utiliza cursul valutar ca o ancoră anti-inflaționistă în perioada menționată îşi puteau manifesta efectele dacă ar fi fost însoțite de următoarele măsuri:

- realizarea unei producții eficiente care să compenseze nivelul inflației şi să mențina competitivitatea exporturilor;
- intrările de capital să contrabalanseze deficitul comercial şi să tempereze dezechilibrele de pe piața valutară.

[1] Raport anual, 1993, Banca Națională a României, p.102

Scanned with OKEN Scanner

La începutul anului 1994 s-a manifestat opţiunea de renuntare la stabilizarea cursului prin intervenţii administrative şi de promovare a principiului realizării stabilizării cursului prin acţiunea factorilor fundamentali din economie.

Tabel 4. Evoluţia tranzacţiilor valutare şi a cursului de schimb în anul 1994[1]

Perioada	Volumul tranzacţiilor mil. USD		Curs de schimb la sf. lunii lei/USD	Curs de schimb mediu		
		Modif. ±		lei/USD	Variaţie lunară %	Variaţie faţă de sf. an. anterior
Ianuarie	89,6	-22,10	1450	1387,16	21,6	21,6
Februarie	86,7	-2,9	1570	1493,50	7,7	30,9
Martie	102,0	15,3	1650	1601,30	7,2	40,4
Aprilie	144,1	42,1	1650	1670,71	4,3	46,5
Mai	142,2	-1,9	1659	1657,24	-0,8	45,3
Iunie	171,5	29,3	1677	1667,09	0,6	46,1
Iulie	192,8	21,3	1690	1685,71	1,1	47,8
August	427,8	235,0	1701	1687,83	0,1	48,0
Septembrie	329,7	-98,1	1756	1727,09	2,3	51,4
Octombrie	334,3	4,6	1752	1752,95	1,5	53,7
Noiembrie	346,7	12,4	1770	1756,55	0,2	54,0
Decembrie	493,7	147	1767	1773,90	1,0	55,5

În cadrul anului 1994, cursul de schimb s-a depreciat de la 1450 lei pentru 1 dolar SUA în ianuarie la 1767 lei pentru 1 dolar în decembrie volumul tranzacţiilor cu valuta a înregistrat o serie de oscilaţii.

Funcţionarea pieţei valutare nu a asigurat un grad corespunzător de lichiditate, valuta fiind furnizată uneori cu întârziere şi la un curs supraevaluat. De asemenea, s-au manifestat segmentări ale pieţei valutare şi abateri de la normele stabilite.

Din august 1994 s-a renununţat la licitaţia valutară organizată de Banca Naţională, tranzacţiile cu valute s-au efectuat la cursul zilei determinat de bănci în funcţie de cererea şi oferta de valută. Banca Naţională a publicat un curs de referinţă rezultat din media tranzacţiilor de piaţa valutară.

Tranzacţiile cu valută au crescut substanţial odată cu aplicarea mecanismelor pieţei interbancare de la data de 1 august 1994, îmbunătăţind accesul la resursele valutare. Consolidarea cadrului de formare a cursului valutar a stimulat dezvoltarea schimburilor economice internaţionale, precum şi încrederea în viabilitatea cursului. Sub influenţa unor factori sezonieri şi psihologici în ultima lună a anului 1994 s-au înregistrat unele tensiuni pe piaţa valutară.

În anul 1995 cursul a evoluat de la la 1780 lei/USD în ianuarie la 2578 lei în decembrie 1995 cu variaţii lunare cuprinse între 0,1 şi 3,2% cu excepţia lunilor noiembrie şi decembrie în care variaţiile au fost de 10,6% şi 6,8%.

[1] Raport anual 1994, Banca Naţională a României, 1994, p.18

Scanned with OKEN Scanner

Tabel 5. Evoluția tranzacțiilor valutare şi a cursului de schimb în anul 1995[1]

Perioada	Volumul tranzacțiilor mil. USD		Curs de schimb la sf. lunii lei/USD	Curs de schimb mediu		
		Modif. ±		lei/USD	Variație lunară %	Variație față de sf. an. anterior %
Ianuarie	301,7	-192,6	1780	1776,0	0,1	0,1
Februarie	366,0	64,3	1810	1798,9	1,3	1,4
Martie	353,9	-12,1	1847	1832,6	1,9	3,3
Aprilie	264,9	-89,0	1879	1865,0	1,8	5,1
Mai	341,8	77,0	1937	1911,2	2,5	7,7
Iunie	342,6	0,7	1975	1955,8	2,3	10,3
Iulie	432,7	90,2	2018	1994,3	2,0	12,4
August	423,8	-9,0	2069	2045,9	2,6	15,3
Septembrie	421,3	-2,4	2128	2100,0	2,6	18,4
Octombrie	423,1	1,7	2225	2166,2	3,2	22,1
Noiembrie	383,9	-39,2	2547	2395,3	10,6	35,0
Decembrie	452,7	68,8	2578	2558,0	6,8	44,2

Dacă în primele luni ale anului 1995 stabilitatea cursului a fost realizată prin intervenția Băncii Naționale, din al doilea trimestru, cursul de schimb s-a format pe baza cererii şi a ofertei participantilor de pe piața valutară. Cursul nominal s-a depreciat de la o lună la alta până în luna octombrie cu 22,1 la sută iar inflația măsurată prin prețuri la consumator a fost de 18,4 la sută şi prin prețuri la producător în industrie de 25,3 la sută.

Tensiunile de pe piața valutară reflectate prin decalajul dintre creşterea cursului mediu de pe piața interbancară şi cel al caselor de schimb ca expresie a dezechilibrului extern au segmentat piața şi au necesitat intervenții în vederea corectării.

În luna martie 1996 Banca Națională a României a reconfirmat băncile care aveau dreptul de a stabili cursul valutar la tranzacțiile efectuate pentru a asigura funcționarea pieței valutare. În condițiile în care pe piața valutară au acționat patru bănci cu statutul de dealer, dintre care trei cu capital de stat s-a pus sub semnul întrebării libertatea reală a cursului de schimb.

În prima parte a anului 1996, deprecierea a fost mai lentă, iar din luna iulie s-a accentuat. Principalii factori invocați în explicarea deprecierii leului au fost dezechilibrul balanței de plăți externe, scăderea competitivității produselor, blocajul financiar, raportul dintre prețurile relative de export şi cele de import şi decalajul în productivitatea muncii.

[1] Raport anual 1995, Banca națională a României, p.22

Scanned with OKEN Scanner

Tabel 6. Evoluția tranzacțiilor valutare și a cursului de schimb în anul 1996[1]

Perioada	Volumul tranzacțiilor mil. USD		Curs de schimb la sf. lunii lei/USD	Curs de schimb mediu		
		Modif. ±		lei/USD	Variație lunară %	Variație față de sf. an. anterior
Ianuarie	349,3	-103,4	2640,0	2599,24	1,6	1,6
Februarie	302,9	-46,4	2859,0	2773,71	6,7	8,4
Martie	314,0	11,1	2937,0	2872,60	3,6	12,3
Aprilie	341,7	27,7	2913,0	2911,14	1,3	13,8
Mai	360,8	19,0	2951,0	2930,41	0,7	14,6
Iunie	354,6	-6,2	3028	2988,0	2,0	16,8
Iulie	404,8	50,2	3135,0	3063,22	2,5	19,8
August	371	-33,8	3162	3143,91	2,6	22,9
Septembrie	386,9	15,9	3261	3201,19	1,8	25,1
Octombrie	320,0	-66,9	3375	3295,74	3,0	28,8
Noiembrie	293,8	-26,2	3591	3478,19	5,5	36,0
Decembrie	466,4	172,6	4035	3733,89	7,4	46,0

Piața valutară a satisfăcut cererea de valută a agenților economici pentru realizarea operațiunilor de cont curent datorită convertibilității limitate a leului. Ponderea mai mare a importurilor de petrol, gaze naturale și de alte materii prime în total importuri a relevat necesitatea mecanismelor de finanțare descentralizate a unor importuri de asemenea natură.

După deprecierea din primul trimestru al anului 1996 realizată prin acțiunea factorilor de pe piață, a urmat o intervenție a autorității monetare sub forma vânzărilor de valută pentru susținerea importurilor de energie. În luna decembrie cursul de schimb a înregistrat o depreciere mai mare ca urmare a impactului factorilor conjuncturali.

Analiza evoluției cursului de schimb al leului în comparație cu alte valute ale țărilor din sud-estul Europei de la anumite momente din cursul anului 1996 evidențiază o depreciere mai mare a leului, datorită neaplicării măsurilor de reformă economică.

Evoluția cursului de schimb brut moneda/USD în anul 1996

Țara	Moneda	31 mai	26 iulie	3 octombrie	23 octombrie
Cehia	Coroana	27,87	26,78	27,18	27,17
Polonia	Zlotul	2,70	2,70	2,80	2,83
România	Leul	2951	3096	3262	3312
Rusia	Rubla	5018	5182	5425	5447
Ungaria	Forint	154,20	153,96	160,15	159,4

Din februarie 1997, Banca Națională a liberalizat operațiunile de pe piața valutară pentru a asigura cadrul concurential și a trecut la publicarea unui curs mediu. Pe lângă stimularea afirmării cadrului concurențial de pe piața valutară, Banca Națională a României a promovat o serie de măsuri care au vizat

[1] Raport anual, Banca Națională a României, 1996, p.22

Scanned with OKEN Scanner

restrângerea masei monetare şi creşterea rolului pieţei monetare în stabilirea dobânzilor.

Promovarea măsurilor de liberalizare a pieţei valutare a determinat creşterea volumului tranzactiilor şi satisfacerea cererilor de valută. În cursul anului 1997 s-a înregistrat o îmbunătăţire a lichidităţii pietei valutare şi o mai bună functionalitate, respectiv o apropiere a raportului dintre cererea şi oferta de valută. Datorită diminuării productiei şi fluxului nesatisfăcător al intrărilor de capital s-a impus intervenţia Băncii Naţionale în ultima parte a anului 1997 (septembrie).

În februarie 1998 Banca Naţională a României a hotărât eliminarea restrictiilor privind operaţiunile valutare, respectiv a limitei de 500 dolari pentru cumpărarea de valută de către persoanele fizice.

Prin scrisoarea Ministrului finanţelor şi a guvernatorului Băncii Nationale, România a acceptat obligaţiile ce decurg din articolul VIII/2, 3, 4 din statutul Fondului Monetar Internaţional. În urma notificării scrise, ţara noastră se angajează să menţină convertibilitatea leului pentru tranzacţii curente, să nu aplice măsuri discriminatorii de plăţi sau cursuri multiple şi să schimbe în valută la cerere sumele în lei deţinute de străini din operaţiunile de cont curent. Convertibilitatea de cont curent presupune ca importurile şi exporturile să nu fie supuse unor restricţii. Acceptarea prevederilor art. VIII din statutul Fondului Monetar Internaţional (în urma notificării scrise) a contribuit la stimularea tranzacţiilor comerciale prin operaţiunile de cont curent şi interesul investitorilor străini.

Tabel 7. Evoluţia cursului schimb şi a tranzacţiilor valutare în anul 1997[1]

Perioada	Volum tranzacţii mil. USD	Variaţii Modif. ±	Curs de schimb	Curs de schimb		
				mediu	Variaţie lunară	Variaţie faţă de sf. anului
Ianuarie	272,4	-194,0	5932	4963,4	32,9	91,0
Februarie	342,9	70,5	7744	6895,40	84,7	148,6
Martie	478,4	135,5	6996,0	7235,90	93,8	151,9
Aprilie	1042,9	564,5	7095	7048,52	88,8	142,0
Mai	858,8	-184,1	7110	7090,70	89,9	140,0
Iunie	690,7	-168,1	7032,0	7172,29	92,1	133,9
Iulie	881,2	190,5	7354	7164,26	91,9	136,8
August	759,5	-121,7	7471	7445,24	99,4	135,2
Septembrie	698,6	-60,9	7613	7528,82	101,6	133,7
Octombrie	889,1	190,5	7741	7701,91	106,3	124,7
Noiembrie	789,8	-99,3	7860	7808,15	109,1	124,5
Decembrie	962,1	172,3	-8023	7900,25	113,2	113,2

Din august 1991 casele de schimb au format un segment al pieţei valutare cu misiunea de a asigura tranzacţiile cu valuta ale persoanelor fizice.

[1] Raport anual, 1997 Banca Naţională a României p.34

Scanned with OKEN Scanner

Tabel 8. Activitatea caselor de schimb în perioada 1992-1997[2]

Mii dolari SUA

	Sume cumpărate			Sume vândute		
	Total	Bănci comerciale	Alte case	Total	Bănci comerciale	Alte case
1991	43194,6	23524	19669,7	27878,2	11433,5	16444,7
1992	213128,5	84254,1	128874,4	187170,5	62868,7	124301,8
1993	147778	41581	106197,3	115558,5	18575,5	96983,0
1994	358347,3	108976,1	249371,2	307201,2	45125,3	262075,9
1995	487316,5	86229,4	401087,1	497271,0	79102,2	418168,8
1996	412086,5	53143,0	358943,5	423497,2	58526,5	364970,8
1997	876644,8	348512,8	526132	537554,1	77597,4	459956,7

Datele din tabelul de mai sus evidențiază o creştere a volumului tranzacțiilor cu excepția anilor 1993 şi 1996 în care vânzările şi cumpărările de valuta au scăzut față de anii anteriori. În totalul sumelor cumpărate şi a celor vândute o pondere mai mare dețin casele de schimb. Dacă în anii 1991, 1992, 1993 şi 1994 sumele cumpărate au depăşit pe cele vândute, în 1995 şi 1996 sumele vândute sunt mai mari decât cele cumpărate. Din analiza evoluției operațiunilor de la casele de schimb se mai constată o creştere însemnată a sumelor cumpărate şi a sumelor vândute în anul 1997 față de anii precedenți.

Uneori, s-a apreciat că raportul de schimb leu/dolar SUA a fost nerealist, moneda fiind susținută la un anumit curs. Această apreciere avea în vedere deficitul balanței comerciale şi intervenția intermediarilor autorizați, care au fost bănci cu capital de stat aflate sub control guvernamental. Banca Națională a României a retras atutorizația de dealer unor bănci comerciale invocând depăşirea poziției valutare şi încălcarea disciplinei valutare.

Menținerea cursului valutar o perioadă mai mare de timp a determinat societățile comerciale care realizau venituri din exporturi să rețină valuta până să obținea un curs avantajos. În aceste condiții importatorii nu puteau cumpăra valuta necesară achitării mărfurilor importate.

Supraevaluarea cursului leului în unele momente a dezavanajat exporturile şi a încurajat importurile. Creşterea importurilor a produs distorsiuni în evaluarea factorilor de producție.

Devalorizarea mai accentuată a cursului de schimb în unele momente a reprezentat o modalitate de stimulare a exporturilor şi de frânare a importurilor, dar ea nu a fost însoțită de măsuri complexe pe planul relansării activității economice, creşterea eficienței şi productivității muncii, stimulării productiei şi îndeosebi a producției de export.

---

[2] Raport annual Banca Națională a României, 1997, p.35

Scanned with OKEN Scanner

În anii 1997 şi 1998 Banca Naţională a României a promovat o politică de control a cursului de schimb prin care a intervenit în vederea restabilirii echilibrului. Deşi efectele unei asemenea politici au fost pozitive, s-a resimţit o predicţie asupra evoluţiei cursului de schimb. În aceste condiţii, a apărut soluţia introducerii coridorului valutar care să furnizeze o predictibilitate asupra evoluţiei cursului leului. În măsura în care capacitatea economiei şi dinamica exporturilor susţin îngustarea coridorului valutar, banca centrală poate să intervină în apărarea monedei proprii.

Predictibilitatea asupra evoluţiei cursului leului contribuie la stimularea societăţilor comerciale şi a investitorilor, la fundamentarea deciziilor de comerţ exterior, la promovarea stabilităţii şi echilibrului economic.

Scanned with OKEN Scanner

3.2. CONSILIUL VALUTAR ŞI REALITATEA ECONOMICĂ A TRANZIŢIEI

prep.drd. Bogdan DIMA, prep. Alina VLAD
Universitatea de Vest Timişoara

Consiliile valutare sunt specifice cazurilor în care intervenţiile autorităţii monetare în influenţarea conjuncturii economice sunt limitate; regula de bază nu este ajustarea flexibilă a ofertei de monedă, în funcţie de evoluţia de ansamblu a sistemului economic, ca în cazul băncii centrale, ci menţinerea unei acoperiri complete a bazei monetare în rezerve valutare. Consiliile valutare nu au impus băncilor comerciale rezerve minime obligatorii sau alte tipuri de restricţii; cum ele nu funcţionează nici ca refinanţatori ai băncilor comerciale, au o capacitate extrem de redusă de a influenţa dinamica multiplicatorului creditului şi a masei monetare.în consecinţă, oferta totală de monedă, în cazul consiliului valutar, este dependentă, în principal, de volumul rezervelor valutare, de nivelul rezervelor pe care băncile comerciale doresc să-l păstreze, de preferinţa subiecţilor economici pentru numerar,de funcţionarea şi eficacitatea pieţei monetare, de aprecierile subiecţilor economici privind evoluţia monedei de referinţă, precum şi de situaţia *de facto* a acesteia Sub impactul cumulat al acestor factori cauzali, nivelul ofertei de monedă se poate abate, şi aceasta cel puţin pe termen scurt, semnificativ de la nivelul cererii.Acest fapt poate apărea mai ales în economii în care inflaţia are un caracter structural, cum sunt economiile în tranziţie.De asemenea, consiliul valutar are posibilităţi extrem de reduse de sterilizare(în absenţa, de pildă, a capacităţii de derulare a unor operaţiuni de *open-market*) a fluxurilor de resurse financiare externe, care presează astfel, în mod direct, asupra creşterii masei monetare şi acutizării tensiunilor inflaţioniste. Desigur, se poate susţine că, pe termen lung, pe baza unor mecanisme autoreglatoare şi printr-un management activ al rezervelor valutare, realizat de către consiliul valutar, se poate obţine restabilirea echilibrului monetar.Dar aceasta depinde de cel puţin două aspecte critice: competitivitatea externă a sistemului economic în cauză şi eliminarea cererii excedentare interne.Or, pentru majoritatea ţărilor în tranziţie, aceşti factori acţionează mai degrabă în sensul creării unor deficite persistente ale balanţei de plăţi şi menţinerea unor dezechilibre externe importante. Din punct de vedere formal, aceste aspecte pot fi astfel redate cu ajutorul unei versiuni modificate a teoriei absorţiei.

Punctul de pornire îl constituie considerarea balanţei de plăţi ca diferenţă între producţia naţională (*Y*) şi absorţia internă(*S*), incluzând toate cheltuielile efectuate în interiorul economiei de referinţă[1]. Se poate deci scrie identitatea:

---

[1] Aceste variabile pot fi interpretate atât în termeni nominali, cât şi în termeni reali.

Scanned with OKEN Scanner

$$B = Y - S \qquad (1)$$

Dacă această relație este privită ca o relație de echilibru, atunci rezultă că ameliorarea situației balanței de plăți se poate face prin modificarea raportului dintre producția (venitul) națională (național) şi absorția internă.

Trebuie remarcat, în primul rând, faptul că modificarea situației balanței de plăți, se poate face cu dificultate ca o consecință a măririi venitului total concomitent cu micşorarea absorției, deoarece evoluția acestor două variabile sunt, cel puțin parțial, intercorelate; în condiții *caeteris paribus*, creşterea venitului conduce la o creştere a absorției şi invers, diminuarea absorției diminuează nivelul veniturilor. Această interdependență poate fi ilustrată prin descompunerea absorției totale într-o componentă ce se modifică în raport de dinamica venitului, prin intermediul " înclinației spre absorție" (***s***) şi o componentă autonomă, ce rămâne relativ nemodificată în raport de această dinamică (***D***):

$$S = sY + D \qquad (2)$$

Dacă analizăm structura balanței de plăți şi distingem între cele două componente principale ale sale, respectiv balanța operațiunilor curente şi balanța operațiunilor de capital, putem afirma că situația sa este dependentă atât de echilibrele(sau dezechilibrele) din plan intern, cât şi de mişcările internaționale de capitaluri, de gradul de integrare a economiei în economia mondială, de sistemul de cursuri practicat etc.

Soldul operațiunilor curente depinde de venitul şi absorția internă, de nivelul economisirii interne ,de diferența dintre nivelul dorit al investițiilor interne şi nivelul efectiv realizabil ,de structura outputului intern(respectiv de ponderea deținută de către bunurile "comercializabile"-*"tradables"*- adica de bunuri şi servicii care pot face obiectul comerțului internațional,în totalul ofertei de bunuri şi servicii), precum şi de cererea externă de bunuri şi servicii autohtone(reamintim că în cadrul prezentei analize, am luat în considerare ipoteza în conformitate cu care, pentru economiile în tranziție, nivelul cererii externe, ca de altfel şi capacitatea de a realiza un anumit volum de bunuri exportabile, apar, cel puțin pe termen scurt, ca fiind date în mod exogen).

în ceea ce priveşte fluxurile de capital, se poate aprecia că evoluția lor depinde în principal de dorința subiecților economici de a-şi ajusta structura curentă a activelor lor financiare, şi care includ atât active financiare interne, cât şi active financiare externe, la o structură pe care aceştia o consideră optimală, aşa cum presupun abordările balanței de plăți efectuate pe baza modelelor de portofoliu. în cadrul procesului de optimizare a acestei structuri, subiecții economici procedează la operațiuni de substituire a activelor financiare interne şi externe, fapt ce generează, în condițiile absenței oricăror restricții în calea liberei lor circulații, fluxurile internaționale de capitaluri.Se pune însă aici cel puțin o întrebare: care este legătura dintre abordarile bazate pe teoria portofoliului şi abordările balanței de plăți care iau în mod explicit sau implicit in considerare

Scanned with OKEN Scanner

mişcarea fluxurilor de capitaluri ca fiind determinată de ratele interne ale dobânzii (sau, mai precis, de diferențele dintre ratele interne şi ratele externe ale acesteia)? Se poate argumenta că stabilirea unei anumite structuri a patrimoniului subiecților economici ia în considerare randamentele relative ale diverselor tipuri de active financiare, interne şi externe, şi că modificarea acestor randamente este reflectată în mod sintetic, de dinamica ratelor interne şi externe ale dobânzii. Dar randamentele relative ale activelor financiare, autohtone sau străine, nu reprezintă singurul factor determinant al includerii lor în componentele patrimoniilor subiecților economici.Gama elementelor luate în considerare în cadrul procesului de selecție a diverselor tipuri de active este extrem de diversă, incluzând de pildă anticipațiile subiecților economici cu privire la evoluția prețurilor interne şi externe şi a randamentelor acestor active, nivelul curent şi cel aşteptat al veniturilor subiecților economici, precum şi mărimea averilor lor, cheltuielile implicate de substituirea unui activ cu altul, posibilitatea efectivă de efectuare a unor astfel de substituiri, adică gradul de dezvoltare şi condițiile specifice diverselor piețe financiare,interne şi externe, existența unor reglementări cu caracter restrictiv privind deținerea de active străine, alți factori "fricționari" etc.

În consecință se poate considera un enunț echilibrat acela în conformitate cu care mişcările internaționale de capitaluri depind atât de ratele dobânzilor existente în diverse economii, cât şi de alți factori, care nu se reflectă în mod direct în nivelul acestor dobânzi[1].

Se poate deci scrie:

$$T = tr + Z \qquad (3)$$

unde: ***T*** reprezintă fluxurile nete de capitaluri,***r*** reprezintă diferențialul dobânzilor (diferența dintre rata internă a dobânzii şi rata extenă a acesteia), ***t*** elasticitatea fluxurilor de capitaluri în funcție de variațiile ratelor dobânzilor, iar ***Z*** este componentă autonomă a

fluxurilor nete de capitaluri, componentă inelastică în raport de modificările diferențialului dobânzilor.Trebuie precizat faptul că cele două componente ale fluxurilor de capital, ***t r*** şi ***Z***, nu se suprapun, în interpretarea lor analitică, noțiunilor de mişcare de capital "autonomă" şi, respectiv, mişcare de capital "compensatorie" ("de acomodare"), introduse de MEADE, [1978], deşi acoperă zone comune.Astfel, mişcările "de acomodare" sunt induse de necesitatea de a acoperi deficitul înregistrat de anumite posturi din balanță care trebuiesc

---

[1] Introducerea în cadrul modelului a fluxurilor de capitaluri poate fi contestată dacă se presupune că ele sunt determinate de modificările în structura patrimoniului subiecților economici şi aceasta deoarece întregul model al absorției este elaborat în termeni de fluxuri, nu de stocuri.Argumentul nostru se bazează însă pe distincția dintre existența unui echilibru static al structurii patrimoniale şi un echilibru dinamic al acestei structuri, realizat în cursul perioadei temporare de referință (mai precis, luarea în considerare a unui proces de optimizare " continuă" a structurii patrimoniale în fiecare perioadă).

Scanned with OKEN Scanner

compensate, şi pot avea un caracter discreţionar (de exemplu, împrumuturi publice contractate în exterior) sau nediscreţionar (de exemplu, dimiuări ale rezervelor valutare).Tranzacţiile "autonome" sunt cele care au loc fără a ţine cont de situaţia celorlalte posturi (deşi, aşa cum menţiona [DăIANU, 1992; p.19-20]:" Afirmaţia ultimă este numai parţial valabilă pentru că, depinzând de circumstanţe, sursele de atragere de fonduri în vederea echilibrării mişcărilor autonome s-ar putea să fie limitate-cel puţin un cost excesiv al capitalului impune un plafon-ceea ce ar putea transforma capitalul de acomodare într-o restricţie").în acelaşi timp, in cadrul abordării propuse, nu se poate opera această distincţie între mişcarile " autonome" şi cele"compensatorii",elementele ***t r*** şi ***Z*** reflectă, fiecare, ambele tipuri de mişcări de capitaluri.

Din relaţiile (1) şi (2) se obţine următoarea forma a ecuaţiei balanţei de plăţi, care ţine cont de înclinaţia spre absorţie, de structura absorţiei, de sensibilitatea fluxurilor de capital la ratele dobânzii, precum şi de structura acestor fluxuri:

$$B = (1-s)Y - D \qquad (4)$$

sau:

$$dB = (1-s)dY - dD \qquad (5)$$

în conformitate cu relaţia (5) măsurile ce pot fi întreprinse pentru ameliorarea situaţiei balanţei de plăţi vizează fie creşterea mai rapidă a venitului decât evoluţia absorţiei, fie reducerea în marime absolută a acesteia din urmă, fară ca venitul să evolueze în aceeaşi măsură, fie inversarea sensului fluxurilor de capital.Pentru aceasta, pot fi adoptate măsuri precum: deprecierea şi introducerea unor restricţii comerciale suplimentare (măsuri ce vizează aşa numita " politică de reorientare a cheltuielilor"), înăsprirea politicii fiscale şi monetare (în vederea comprimării volumului absorţiei şi/sau atragerii în interiorul economiei a unui volum suplimentar de capitaluri, prin creşterea ratei interne a dobânzii, în raport de ratele externe ale dobânzii) etc.De asemenea, relaţia (5) indică faptul că , pentru ca politica de schimbare a structurii absorţiei să fie eficientă, este necesar ca înclinaţia spre absorţie să fie inferioară unităţii (***s < 1***).

Deprecierea monedei naţionale poate avea o serie de efecte favorabile asupra balanţei de plăţi, atât prin intermediul efectelor exercitate asupra veniturilor, cât şi asupra absorţiei.Există mai multe mecanisme de explicare a acestor influenţe, cum ar fi : efectul încasărilor reale (*real balance effect*); efectul jucat de creşterea internă a preţurilor, provocate de depreciere, în procesul de redistribuire a veniturilor; existenţa diverselor tipuri de " iluzie monetară"; un proces de realocare a resurselor interne către sectoarele în care se produc bunuri exportabile etc.

De asemenea,dacă ***T*** ia forma unor ieşiri nete de capital, această situaţie corespunde unui refuz al subiecţilor economici, rezidenţi şi nerezidenţi, de a efectua plasamente în interiorul economiei de referinţă, ceea ce afectează nu numai situaţia balanţei de plăţi, ci şi nivelul absorţiei.

Scanned with OKEN Scanner

în consecință, se poate scrie:

$$B = B(e, S, T) \quad (6)$$

unde : **e** reprezintă cursul de schimb.

Prin diferențierea ecuației (6) şi luând în considerare relațiile (2), (3), (4) şi (5) se obține următorul sistem de egalități care exprimă influențele asupra balanței de plăți:

$$dB = (1-s)dY - dD \quad (7)$$

$$dB = B_e de + B_s(sdY + dD) + B_t(tdr + dZ) \quad (8)$$

unde: B_e, B_s, B_t reprezintă derivatele parțiale ale lui B în raport cu cursul de schimb e , absorția internă A şi fluxurile nete de capital T. $(B_s < 0, B_e > 0, B_t < 0)$.

Prin rezolvarea sistemului (considerând ca variabilele dependente dY şi dB) se obține:

$$dY = \frac{B_e de + (1 + B_s)dD + B_t(dZ + tdr)}{1 - s(1 + B_s)} \quad (9)$$

$$dB = \frac{(1-s)B_e de + B_s dD + (dZ + tdr)(1-s)B_t}{1 - s(1 + B_s)} \quad (10)$$

în relația (10) st luați în considerare următorii factori determinanți ai mişcărilor survenite la nivelul balanței de plăți:

- "înclinația spre absorție"(***s***); trebuie remarcat faptul că aceasta este diferită de "înclinația spre consum", aşa cum apare aceasta în modelul keynesian " clasic", deoarece absorția este privită ca reflectând toate componentele cererii agregate interne-consum privat, investiții private şi publice, alte categorii de cheltuieli publice etc.;
- derivata parțială B_e ; aceasta reflectă " efectul-preț" indus de modificările cursului de schimb, aşa cum este acesta pus în evidență de către mecanismul elasticităților;
- variațiile cursului de schimb, ***de***;
- derivata parțială B_s şi nivelul modificărilor în absorția autonomă ***dD*** ;
- variația componentei autonome a ieşirilor nete de capital, ***dZ*** , care reflectă impactul pe care îl are asupra balanței de plăți modificarea preferinței subiecților economici, rezidenți şi nerezidenți, pentru deținerea de active financiare autohtone, în raport de deținerea de active străine;
- elasticitatea fluxurilor de capitaluri la diferențialul existent între dobânzile externe şi dobânzile interne, ***t***, precum şi variația acestui diferențial ***dr***.

Se observă că există în cadrul acestui model un număr de patru variabile instrumentale (cursul de schimb, componentele autonome ale absorției şi ale

Scanned with OKEN Scanner

fluxurilor de capitaluri, precum şi diferenţialul ratelor dobânzilor) şi un număr de două variabile-obiectiv (nivelul venitului naţional şi nivelul balanţei de plăţi). Prin urmare, în cadrul acestui model nu se respectă principiul egalităţii dintre numărul instrumentelor de politică economică utilizate şi obiectivele urmărite de aceasta. Utilizarea autonomă a unuia dintre aceste instrumente pentru modificarea uneia dintre variabilele-obiectiv poate avea consecinţe asupra celeilalte variabile-obiectiv.

Manevrarea cursului de schimb şi absorţiei autonome nu permite întotdeauna încadrarea între anumite limite a oscilaţiilor venitului naţional şi a balanţei de plăţi, datorită efectelor dezechilibrante generate de fluxurilor de capital ce nu pot fi complet sterilizate de menţinerea unui diferenţial nul al ratelor externe şi interne ale dobânzii.

Relaţia (11) permite desprinderea unei concluzii importante.Astfel, dacă cursul de schimb este menţinut fix, într-un aranjament de tipul consiliului valutar, atunci:

$$dB = \frac{B_s dD + (dZ + tdr)(1-s)B_t}{1 - s(1 + B_s)} \qquad (11)$$

Evoluţia balanţei de plăţi poate avea loc atât sub impactul modificării absorţiei interne, cât şi sub impactul fluxurilor de capital.Dacă componenta autonomă a absorţiei interne deţine o pondere importantă (dacă absorţia totală are, deci, o elasticitate redusă în raport de dinamica venitului sau, mai ales, dacă ea evoluţia sa este inelastică "în jos") sau dacă fluxurile externe de capital nu ating volumul necesar şi/sau prezintă o structură necorespunzătoare, atunci deficitul balanţei comerciale tinde să se cronicizeze, fără ca măsurile interne de politică fiscală să poată acţiona în mod eficient asupra sa.

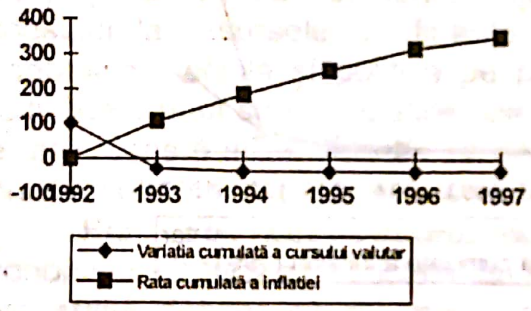
Considerăm deci că efectele imediate ale introducerii consiliului valutar în economiile în tranziţie pot fi contradictorii.Oricum, eficacitatea unui aranjament de tipul *currency board* depinde de profunzimea reformelor structurale, de dimensiunea economiei, precum şi de gradul de dependenţă al acesteia faţă de exterior.

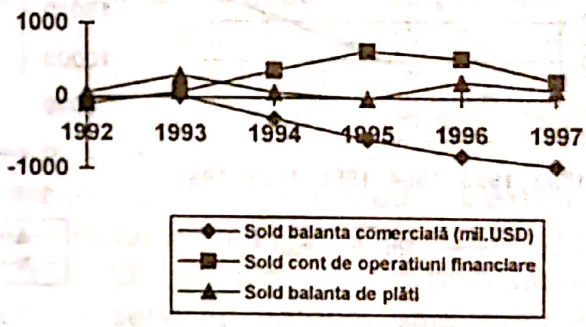
Astfel, prin introducerea consiliului valutar, Bulgaria a reuşit să reducă inflaţia de la o rată lunară de 242,7% în februarie 1997, la o medie lunară de 2,5% în ultimul trimestru al anului 1997 şi să înregistreze, pentru întreg anul 1997, un excedent al balanţei comerciale de 395,9 mil.USD, în timp ce soldul contului curent a înregistrat un excedent de 445,7 mil.USD
(ceea ce a determinat şi o importantă creştere a masei monetare, cu circa 360%, în raport de anul 1996, cu un potenţial inflaţionist ridicat pentru 1998).în aceste condiţii, a avut loc o creştere a încrederii în *leva*, o parte din depunerile populaţiei în valută fiind reconvertite în moneda naţională.Investiţiile de portofoliu au crescut, investitorii străini profitând de diferenţa de dobândă dintre leva şi marca germană, care în 1997 s-a situat între 350 şi 550 puncte de bază.De asemenea,

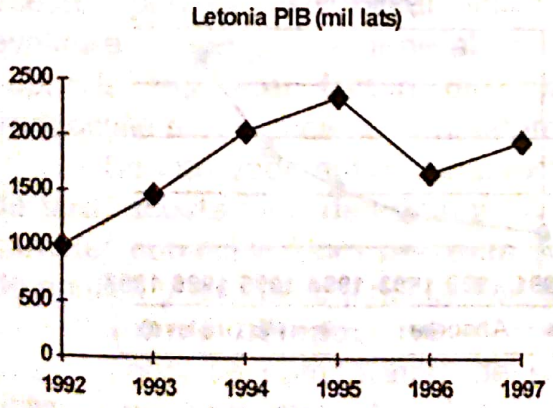
Scanned with OKEN Scanner

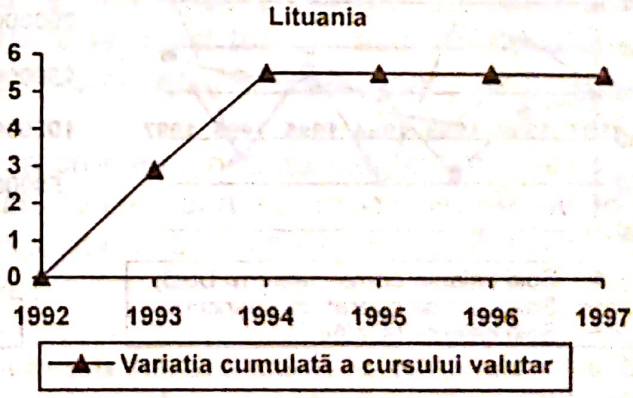
Bulgaria a beneficiat de resurse financiare provenite de la diverse instituţii financiare internaţionale,ca şi din procesul de privatizare.

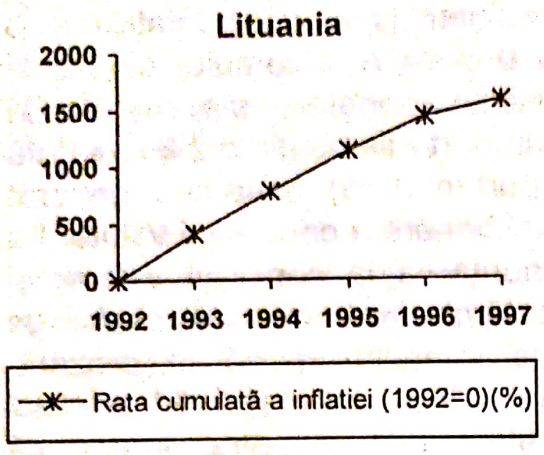
în Lituania, introducerea consiliului valutar s-a confruntat cu o semnificativă opoziţie de natura politică şi cu o criză a sistemului bancar.în cursul anului 1996, acoperirea deplină a emisiunii monetare s-a realizat în condiţiile unor rezerve valutare care reprezentau importurile pe circa 2,6 luni (faţă de un volum al rezervelor de circa 3,9 luni de import în 1995), ceea ce a generat dificultaţi importante în menţinerea regulilor de funcţionare a consiliului valutar.La începutul anului 1997 s-a intenţionat chiar renunţarea la consiliiul valutar şi trecerea la un sistem bazat pe un curs de schimb fixat (*pegged exchange rate*).Cu toate acestea, consiliul valutar a fost menţinut până în prezent, funcţionarea sa ameliorându-se.Lituania a acceptat încă din mai 1994 articolul VIII din statutul FMI (ca şi Estonia în august 1994, unde se poate aprecia că introducerea consiliului valutar a fost un succes), moneda naţională fiind deplin convertibilă, atât pentru operaţiunile curente, cât şi pentru cele de capital, în absenţa oricăror prevederi speciale privind repatrierea sau deţinerea valutei.

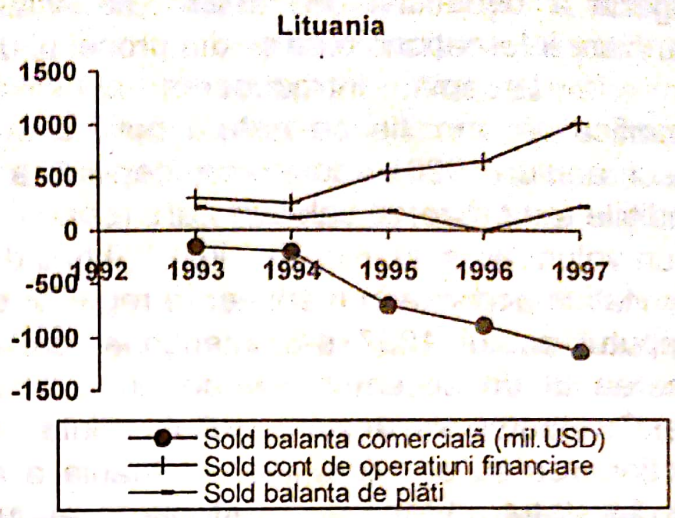


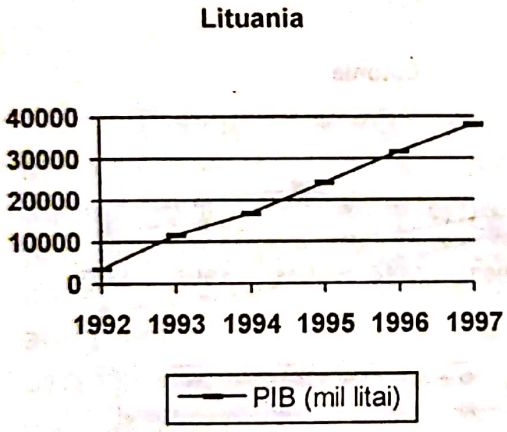


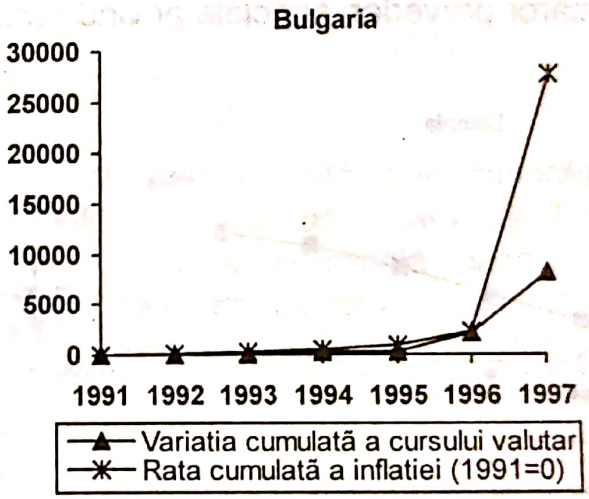


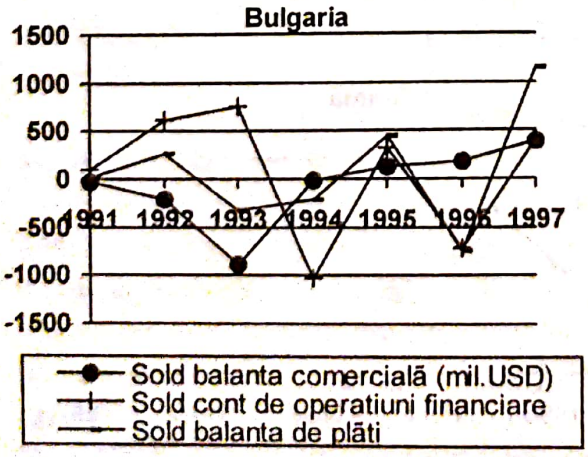


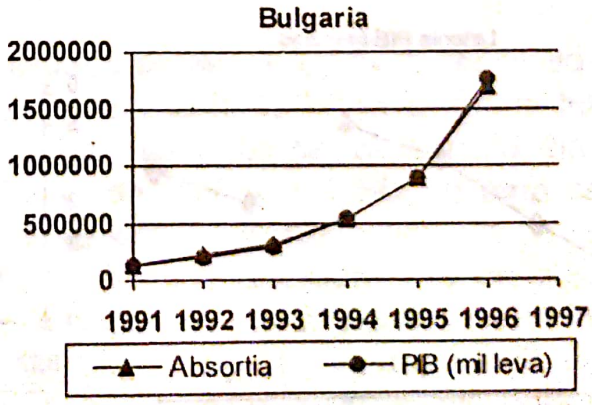












Scanned with OKEN Scanner

3.3. EVALUAREA RISCULUI DE ŢARĂ ŞI FINANŢAREA EXTERNĂ

prep. Alina VLAD
Universitatea de Vest Timişoara

În lumea economică contemporană finanţarea externă este indispensabilă stimulării dezvoltării şi asigurării creşterii economice durabile, fapt valabil în special pentru ţările în curs de dezvoltare şi, mai recent, pentru ţările în tranziţie. În cazul acestora din urmă, insuficienţa economisirii interne impietează asupra derulării în condiţii optime a reformei economice. Trecerea de la economia planificată la economia de piaţă presupune ample procese de restructurare, de privatizare, de stimulare a investiţiilor şi reorientare a cheltuielilor. În acelaşi timp, economiile în tranziţie se caracterizează prin deficite semnificative ale bugetului public şi balanţei de plăţi; în majoritatea segmentelor economiei consumul depăşeşte veniturile realizate. În aceste condiţii finanţarea externă este o necesitate vitală pentru statele în cauză. Ele au apelat în acest sens atît la organisme financiare internaţionale cum sînt Fondul Monetar Internaţional (FMI), Grupul Băncii Mondiale (BM), instituţii ale Uniunii Europene, bănci regionale de dezvoltare etc. cît şi la piaţa de capital privată. Este cunoscut faptul că relaţiile pe care un stat le cultivă cu FMI şi/sau BM au o influenţă majoră asupra imaginii acesteia pe plan extern şi accesului la resursele de finanţare externe. În ultimă instanţă însă situaţia economică, socială şi politică pe plan intern este aceea care conferă sau nu credibilitate unui stat în relaţiile sale financiare internaţionale. Evaluarea "riscului de ţară" constă în aprecierea credibilităţii unui potenţial stat debitor şi constituie unul din cele mai importante elemente luate în calcul de către creditorii externi.

Prin "risc de ţară" se înţelege probabilitatea ca factori de natură economică, politică sau socială din interiorului ţării să dea naştere unei situaţii în care statul debitor să nu mai poată onora serviciul datoriei sale externe în condiţiile convenite iniţial de comun acord cu creditorii săi. Conceptului foarte larg de risc de ţară i se subordonează numeroase tipuri de risc, cum ar fi de exemplu: riscul valutar, riscul financiar, riscul economic, riscul politic etc. Dintre toate aceste tipuri de risc, riscul politic ridică numerose probleme de apreciere şi evaluare. Accepţiunea generală cu privire la acest termen este că riscul politic cuprinde toţi acei factori din afara sferei economicului care influenţează tranzacţiile economice cu străinătatea.

Se întrevede astfel complexitatea problemelor legate de estimarea riscului de ţară, acesta fiind determinat de numeroase variabile, multe din ele avînd un caracter subiectiv. Vom prezenta şi explicita în cele ce urmează cîteva metode de analiză şi evaluare a riscului de ţară.

Tehnici comparative

Tehnicile comparative de evaluare a riscului de ţară sînt cele mai des utilizate pe plan internaţional de către principalele agenţii de rating. Obiectivul tehnicilor comparative de analiză a riscului de ţară este acela de a compara toate

Scanned with OKEN Scanner

statele sau un grup de țări pe baza unui set de indicatori analitici considerați relevanți în ce privește gradul de risc al debitorului respectiv. Datorită naturii complexe a riscului de țară, indicatorii sînt numeroşi şi dificil de măsurat cu precizie. Comparația propriu-zisă se face fie prin intermediul unui sistem ordinal de ordonare, fie prin intermediul unei cartări într-un spațiu bidimensional (un grafic într-un sistem cu două axe).

Sisteme de ordonare/ierarhizare - Un număr de agenții specializate au adoptat acest sistem de evaluare a riscului din diverse țări. Iată doar cîteva dintre acestea: Business Environment Risk Index (BERI), Business International sau Economist Intelligence Unit. Metoda se aplică în mai multe etape.Astfel, prima etapă constă în notarea fiecărei țări analizate în concordanță cu un număr de parametrii ce reprezintă criteriile în funcție de care se dorește să se facă aprecierea riscului de țară. A doua etapă constă în ponderarea notelor obținute de către fiecare țară în funcție de o scară de valori prestabilită, pentru a asigura comparabilitatea rezultatelor. Succesul acestei metode depinde, desigur, de relevanța criteriilor luate în considerare şi de ponderea acordată fiecărui parametru în rezultatul final.

Pentru exemplificare vom prezenta, pe scurt, metoda utilizată de către una din aceste firme de previziune "*Credit Risk International*":

In aplicarea acestei metode se utilizează patru parametrii considerați esențiali în ceea ce privește amploarea riscului. Pentru a determina nota pentru fiecare paramentru se iau în considerare o serie de criterii şi subcriterii cărora li se acordă diverse ponderi:

Perspectivele pieței şi flexibilitatea în adaptarea la schimbare;

criteriul 1: dimensiunea economică (pondere:30%)
criteriul 2: nivelul de dezvoltare economică (40%)
criteriul 3: nivelul de trai (30%)

Riscurile financiare;

criteriul 4: vulnerabilitatea financiară (30%)
criteriul 5: datoria externă (30%)
criteriul 6: cotarea din punct de vedere financiar (40%)

Instabilitatea politică;

criteriul 7: omogenitatea socială (30%)
criteriul 8: stabilitatea regimului politic de guvernare (50%)
criteriul 9: relațiile cu străinătatea (20%)

Mediul de afaceri/economic.

criteriul 10: gestionarea economiei (40%)
criteriul 11: investițiile străine (40%)
criteriul 12: condițiile de muncă (20%)

Fiecăruia dintre criteriile menționate le sînt alocate mai multe subcriterii pe acelaşi principiu al ponderării. De exemplu, criteriul 11 privind investițiile străine se subdivide în nu mai puțin de 11 subcriterii cum ar fi, de exemplu: cota de piață a investițiilor străine în cadrul economiei naționale (7%); restricții legale în ce

Scanned with OKEN Scanner

privește investițiile directe (5%); restricțiile legale referitoare la mișcările de capitaluri în special dividendele (3%); stabilitatea legislației economice (3%); frecvența intervențiilor guvernamentale în desfășurarea afacerilor (3%); costul și accesul la surse interne de finanțare (4%); costul cu forța de muncă (4%); costul mijloacelor interne de transport (3%); costul energiei (3%); prețul imobilelor (3%); gradul de modernizare a canalelor de distribuție (2%) etc. În total *Credit Risk International* utilizează 100 de subcriterii de evaluare.

Pentru a determina nota fiecărui criteriu *Credit Risk International* utilizează tehnica "Delphi" care presupune confruntarea membrilor unui grup de experți cu un set de întrebări identice, în scopul formării unei opinii unitare a acestor experți cu privire la evaluarea criteriului respectiv. În final, se va obține pentru fiecare țară o notă între 100 (minimum) și 700 (maximum). Notarea se poate adapta în funcție de tipul operațiunii avute în vedere de către investitorul sau creditorul extern: export, investiție directă, împrumut. De asemenea, în funcție de nota primită, țara poate fi încadrată în una din 7 clase de risc, ce se pot delimita cu ajutorul acestei metodolgii.

Numeroase alte sisteme de calcul a riscului includ pe lîngă parametrii ținînd de riscul politic și indicatori economici și financiari. De pildă, revistele "*Euromoney*" și "*The Economist*" calculează periodic riscul de țară după metodologii proprii. În cadrul acestei metodologii informațiile cu caracter economic au o pondere de 25% în punctajul final (și se bazează pe prognozele publicațiilor respective), riscul politic o pondere de 25% în total, indicatorii de îndatorare au o pondere de 10% (și se bazează pe statisticile Băncii Mondiale), reeșalonarea datoriei externe sau neplata acesteia deține o pondere de 10%, (informațiile fiind tot cele furnizate de către Banca Mondială), cotarea aferentă creditelor acordată de cunoscute agenții internaționale de rating cum sînt *Moody's* sau *Standard and Poor's* o pondere de 10%, accesul la finațarea bancară 5%, accesul la finanțare pe termen scurt 5%, accesul la piața de capital internațională (titluri internaționale, piața eurovalutelor și piața euroobligatară) 5%, accesul la forfaiting 5%.

Cele două instituții renumite în domeniu și menționate anterior - *Moody's* și *Standard & Poor's* - produc de fapt cele mai cunoscute și utilizate "ratinguri" de țară - cotații ale riscului de țară - însă, spre deosebire de exemplele menționate anterior metodologiile lor de calcul nu sînt transparente. Ele tind să evalueze instrumente financiare specifice, cum ar fi de exemplu euroobligațiunile, utilizînd o scară a riscului de insolvabilitate a debitorului de la AAA (risc zero) la C (risc maxim). Se poate astfel presupune cu suficientă certitudine că și aceste instituții utilizează tehnici comparative de evaluare a riscului de țară.

Institutional Investor publică de asemenea o ierarahie a statelor în funcție de riscul lor de țară determinat pe baza unui sondaj bianual efectuat printre principalele bănci internaționale.

Această metodologie ridică însă problema volatilității unei anumite cotări a riscului de țară, încrederea într-o anumită cotație de moment fiind dată de media cotațiilor anterioare și de deviația standard a acestor cotații.

Scanned with OKEN Scanner

Metoda prin cartare - Această metodă comparativă se aseamănă cu cea descrisă anterior prin aceea că şi ea utilizează un set de parametrii consideraţi relevanţi în procesul estimării riscului politic. Această metodă nu utilizează însă notarea, ea preferînd să reprezint nivelul de risc al unei ţări într-un sistem de axe bidimensional, împărţit de cele 2 axe în patru cadrane şi în care fiecare axă reprezintă un parametru de risc distinct. Una din axe poate reprezenta riscul politic iar cealaltă riscul economic. Astfel, în primul cadran vor fi reprezentate ţările cu un grad înalt de risc şi în cadranul 3 cele cu risc scăzut la ambele categorii. În cadranele 2 şi 4 se vor regăsi statele cu un risc scăzut la o categorie şi cu un risc mai ridicat la cealaltă categorie.

În general se poate constata că sistemele comparative de évaluare a riscului au numeroase puncte slabe, cel mai important dintre acestea fiind factorul subiectiv în algerea criteriilor de apreciere. Pe lîngă includerea sau neincluderea în analiză a anumitor parametrii şi indicatori rămîne discutabilă şi ponderea acordată fiecăruia dintre aceştia. În al treilea rînd, faptul că toate ţările sînt notate în funcţie de o grilă universală fără a se ţine cont de specificitatea lor sau măcar de caracteristicile comune ale diverselor grupuri de ţări impietează asupra relevanţei unei comparaţii. Tehnicile comparative nu pot ţine cont, printre altele, de şocuri excepţionale cum au fost războiul din Golf sau revoluţia din Iran. Cu toate aceste neajunsuri însă, ele pot elimina statele care nu sînt acceptabile din nici un punct de vedere. Aceste metode sînt preferate îndeosebi de către firmele americane spre deosebire de cele europene sau japoneze care utilizează cu precădere alte tehnici.

Tehnicile analitice

În timp ce tehnicile comparative studiază un număr mare de ţări concomitent, în tehnicile analitice se studiază în amănunt un singur stat. Există în cadrul acestor tehnici mai multe abordări: cea prin intermediul raportului special, abordarea probabilistică, abordarea sociologică bazată pe segmentarea dinamică şi abordarea prin sisteme expert.

Raportul special - Dintre toate abordările analitice raportul special este cea mai descriptivă. El este întocmit de mai mulţi experţi care analizează variabilele cheie ce descriu caracteristicile esenţiale ale statului respectiv. Astfel, pentru fiecare ţară analizată, raportul va conţine date despre perspectivele de evoluţie economică, socială şi politică. Raportul va ţine în mod expres cont de elementele caracteristice ţării în cauză. Rapoartele vor scoate în evidenţă punctele slabe şi cele forte ale statului respectiv concentrîndu-şi atenţia asupra unor aspecte cum ar fi : viaţa politică, caracteristicile majore ale regimului actual, stabilitatea monedei naţionale, sistemul fiscal, regelmentările cu privire la investiţiile străine, structura şi climatul social, perspectivele de dezvoltare economică etc.

Avatanjele acestei abordări constau tocmai în faptul că ea scoate în evidenţă specificităţile ţării respective, costul investiţiilor şi accesibilitatea mediului economic respectiv. Dezavantajele sale sînt generate de factorii subiectivi, de abordarea cîteodată mai degrabă neştiinţifică şi părtinitoare a celor ce întocmesc raportul special. Calitatea raportului depinde în mare măsură de capacitatea şi intuiţia analistului.

Scanned with OKEN Scanner

Abordarea probabilistică - Abordarea probabilistică se bazează pe procesul deciziei de tip arborescent. Fiecărei alternative de evoluție a situației i se acordă o anumită probabilitate de realizare şi ea implică automat luarea anumitor măsuri în ce priveşte investiția preconizată sau aflată în desfăşurare. Suma probabilităților este, bineînțeles, egală cu unitatea. În final se fac calcule referitoare la efectele financiare ale fiecărui scenariu de evoluție. Problema cea mai delicată în aplicarea acestei metode este legată de aprecierea probabilității de realizare a fiecărui eveniment şi a efectelor financiare care derivă din fiecare situație.

Abordarea sociologică - Abordarea sociologică constă în identificarea unui set de variabile specifice fiecărei țări în funcție de care apreciază gradul de stabilitate al țării respective. Variabilele sînt extrem de variate: astfel, putem întîlni variabile referitoare la statul de drept, la legislația în vigoare, dar şi la tradiția democratică şi la capacitatea de a trăi în pace. Fiecărei țări i se atribuie un nou set de varibile şi i se aplică o metodologie distinctă. Avantajul acestei abordări constă în capacitatea ei de a individualiza analiza, ceea ce face însă dificilă comparația dintre state.

Abordarea prin intermediul sistemelor expert - Această abordare este adaptată analizelor efectuate în condiții de incertitudine. Astfel, se întocmeşte în primul rînd o bază de date cuprinzătoare ce conține informații de natură cantitativă referitoare la populație, creşterea economică, balanța contului curent etc., ca şi informații de tip calitativ, cum ar fi cele referitoare la definirea diverselor noțiuni de management, descrierea anumitor instituții internaționale (FMI, Banca Mondială etc.), naționale (banca centrală, guvernul, forțele armate etc.) şi a agenților privați (firme multinaționale, domestice etc.). Pentru a completa metoda, i se adaugă un model care reproduce lanțul ideatic al unui expert în efectuarea analizei (pe o secvență de tipul cauză - efect; x îl produce pe y, care la rîndul lui îl determină pe z ş.a.m.d.).

Au fost dezvoltate sisteme expert individuale, specifice diverselor tipuri de estimări: a riscului economic de țară, a riscului politic de țară sau cel privitor la aspectele legale ale tranzacțiilor internaționale.

Tehnici econometrice

Tehnicile econometrice de estimare a riscului de țară s-au concentrat îndeosebi asupra analizei neîndeplinirii serviciului datoriei externe şi a reeşalonării datoriei. Spre deosebire de metodele discutate mai sus cele econometrice sînt pe deplin obiective. Ele pornesc de la ipoteza că anumiți indicatori economici cum ar fi ritmurile de creştere economică, indicatorii datoriei externe, contul curent ş.a. au valori predictive. În perioada anilor '70 şi '80 numeroase bănci au elaborat propriile modele econometrice. Banca Mondială şi unele bănci centrale cum a fost cazul lui Bank of England utilizează de asemenea metode econometrice de analiză. Cu toate dezavantajele cunoscute ale previzionării econometrice, ea rămîne un instrument de anliză complementar deosebit de util alături de tehnicile comparative şi analitice. Cea mai cunoscută metodă econometrică este analiza discriminatorie.

Scanned with OKEN Scanner

Analiza discriminatorie - Analiza discriminatorie se bazează pe o tehnică statistică de clasificare a observațiilor în diverse grupări stabilite *a priori*. În ce privește analizele ce vizează riscul de țară se caută împărțirea statelor în funcție de posibilitatea ca ele să intre în încetare de plăți sau nu. Se parcurg următorii pași:

1. Se stabilesc clasificări de grupuri exclusive. Fiecare grupare se distinge printr-o distribuție probabilistică a caracteristicilor.
2. Se colectează datele aferente fiecărui grup.
3. Se determină combinația liniară optimă a caracteristicilor ce vor distinge grupurile unele de altele. Optim înseamnă aici minimizarea erorilor de clasificare.

Putem lua în considerare de exemplu 2 variabile x_1 (ritmul de creștere economică) și x_2 (raportul datorie externă/exporturi) cu ajutorul cărora se va face gruparea țărilor în pasibile de a intra în încetare de plăți și cele ce nu se vor confrunta cu o astfel de situație. Fie combinația liniară Z

$$Z = a_1x_1+a_2x_2 \qquad (1)$$

În continuare se pune problema identificării unui criteriu și utilizării datelor statistice din trecut pentru a determina valorile lui a_1 și a $_2$ astfel încît Z să poată fi utilizată pentru a discrimina între cele două mari grupe se țări. Apoi trebuie minimizat numărul erorilor de clasificare. Pentru a minimiza numărul erorilor vom maximiza funcția:

$$G = \frac{\left(\overline{Z}_1 - \overline{Z}_2\right)^2}{\sum_{i=1}^{2}\sum_{j=1}^{n_i}\left(Z_{ij} - \overline{Z}_i\right)^2} \qquad (2)$$

unde numărătorul reprezintă separarea celor două grupuri și numitorul reprezintă măsura variației lui Z în interiorul grupei. Z_{ij} este țara *j* din grupul *i* (i=1,2) , n_i este numărul de țări dintr-o grupă *i* și $\overline{Z}_i$ media valorilor lui *Z* în cadrul grupei *i*. Valorile lui a_1 și a $_2$ pot fi găsite cu ajutoarul diferențialelor parțiale. Odată acești parametrii determinați se pot calcula valorile lui *Z* pentru fiecare țară determinîndu-se și valoarea de demarcație între cele 2 grupe. În vecinătatea acestei valori va exista o zonă de ignoranță limitată în care pot apărea erori de clasificare.

Odată calculată valoarea lui Z și țara fiind încadrată într-una din cele două grupe analiza se va completa utilizînd și celelalte metode enunțate.

Din scurta prezentare a diferitelor metodelor de evaluare a riscului de țară reiese clar necesitatea aplicării lor concertate pentru a putea reda o imagine cît mai clară a punctelor forte și a punctelor slabe ale fiecărui debitor cît și pentru a a-l putea situa cît mai corect în contextul internațional prin comparație cu alte state. Determinarea riscului de țară în acest fel permite calcularea unei rate optime a dobînzii la împrumuturile externe (de exemplu a primei de risc ce trebuie adăugată ratei dobînzii practicate în condiții de risc nul). Evaluarea și

Scanned with OKEN Scanner

stabilirea ca urmare a unei astfel de analize minuţioase a unui anumit risc de ţară este astfel de o importanţă majoră nu numai pentru creditor, ci şi pentru statul debitor deoarece costul finanţării externe depinde în ultimă instanţă de gradul de risc estimat. Alegerea metodei optime trebuie să aibă în vedere complexul cel mai relevant de factori ce influenţează lichiditatea şi solvabilitatea prezentă şi viitoare a debitorului.

În prezent, indicii riscului de ţară utilizaţi pe plan internaţional se calculează cu o frecvenţă relativ ridicată şi se caracterizează printr-o sensibilitate sporită date fiind evenimentele economice şi politice recente ca şi de gradul mare de incertitudine ce caracterizează largi regiuni ale globului (crizele din Asia, repetatele crize din Rusia, conflictele din fosta Yugoslavie, volatilitatea ridicată a mediului economic din ţările în tranziţie etc.). Finanţatorii externi tind de asemenea să acorde o importanţă sporită acestor cotaţii ceea ce face să se manifeste şi o tendinţă de creştere a costurilor împrumuturilor externe. Creşterea costurilor este mai pronunţată în ce priveşte piaţa de capital privată; în cazul finanţatorilor instituţionali cererea sporită de resurse accentuează presiunea asupra disponibilităţilor limitate conducînd la înmulţirea şi întărirea constrîngerilor şi restricţiilor impuse debitorilor. Evoluţiile recente legate de România relevă clar acest fapt.

Astfel, în martie 1996, odată cu prima ieşire pe piaţa internaţională privată de capital a României - efectuată prin intermediul BNR sub forma creditelor sindicalizate şi a emisiunilor de obligaţiuni - s-a solicitat şi prima evaluare a riscului de ţară din partea *Japan Credit Rating Agency* (BB+), urmată la scurt timp de *Moody's* (Ba3), *S&P* (BB-). Date fiind aceste condiţii favorabile BNR a mandatat Nomura Securities cu plasarea unei emisiuni de Samurai bonds şi Merrill Lynch cu prima participare pe piaţa euroobligaţiunilor. La acea dată, comparativ cu alte state în tranziţie situaţia din punct de vedere al riscului de ţară se prezenta în felul următor (conform clasificării elaborate de către *Institutional Investor* în care România ocupa în 1996 poziţia 68 în comparaţie cu 1995 cînd ocupa doar poziţia 71): Cehia - poziţia 30, cu ratinguri A şi respectiv Baa1 acordate de către *S&P* şi *Moody's*; Grecia - poziţia 42 cu ratinguri BBB- şi Baa3; Slovenia - poziţia 47 chiar înainte de a beneficia de ratinguri din partea vreunei agenţii specializate; Ungaria - poziţia 50 cu ratinguri BB+ şi Ba1; Polonia - poziţia 53 cu ratinguri BBB- şi Baa3; Slovacia - poziţia 57 cu ratinguri BBB- şi Baa3. În condiţiile deteriorării situaţiei economice, conjugată cu ritmul lent al reformelor economice, semnalat şi de către organisme internaţionale cum sînt FMI şi BM (a se remarca aici şi amînarea semnării unui nou acord cu aceşti parteneri), ratingul de ţară comunicat de către agenţia *Standard and Poor's* a cunoscut din 1996 o semnificativă evoluţie negativă. În vara anului 1998 nota acordată României era de numai B+, în comparaţie cu BB acordată Peru, BBB- acordată Poloniei sau A- acordată Chile; în zonă doar Rusia are o cotaţie mai slabă CCC. Comunicarea acestui rating a avut ca efect imediat creşterea semnificativă pentru România a costului finanţării externe de pe piaţa de capital privată ceea ce a limitat din nou accesul ţării noastre la resurse externe suplimentare.

Scanned with OKEN Scanner

PARTEA A IV-A

FISCALITATEA ŞI IMPACTUL EI ÎN CADRUL TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

- DIMENSIUNI ŞI INTERPRETĂRI ALE FISCALITĂŢII LA NIVEL MICROECONOMIC
- PRESIUNEA FISCALĂ LA NIVELUL AGENŢILOR ECONOMICI
- IMPACTUL FACTORILOR INTERNAŢIONALI ASUPRA FINANŢELOR PUBLICE NAŢIONALE ÎN PERSPECTIVA ADERĂRII ROMÂNIEI LA UNIUNEA EUROPEANĂ
- FISCALITATEA LOCALĂ ÎN ŢĂRILE EUROPENE

Scanned with OKEN Scanner

4.1. DIMENSIUNI ŞI INTERPRETĂRI ALE FISCALITĂŢII LA NIVEL MICROECONOMIC

Conf. dr. Gabriel ŞTEFURA

Nevoia de fonduri publice pentru acoperirea de cheltuieli ale colectivităţilor apare cu caracter de permanenţă în orice societate.

Recunoscute ca necesare, cheltuielile publice au dimensiuni diferite de la o ţară la alta şi chiar în cadrul aceleiaşi ţări de la o etapă de dezvoltare la alta. Susţinerea lor se face prin apelul la două surse importante: venituri de la întreprinderile şi domeniile publice şi respectiv, fiscalitate. Participarea celor două surse la formarea fondurilor publice, bugetare şi extrabugetare, se prezintă în dimensiuni diferite în timp şi spaţiu.

Motivaţia principală a constituirii de mijloace băneşti la dispoziţia colectivităţilor şi instituţiilor publice prin bugete o reprezintă necesităţile social-economice prezente cu caracter de interes general ori local.

Procurarea necesarului de fonduri pentru acoperirea cheltuielilor publice prin folosirea uneia sau alteia din cele două surse menţionate apare rar în practica financiară în lume, de cele mai multe ori în regiuni social-economice de tip totalitar când, şi interpretările teoriei economice sunt dirijate de la "centru". Mai des întâlnită apare situaţia combinării celor două surse în proporţii diferite, funcţie de dimensiunea proprietăţii de stat şi de nivelul de dezvoltare a proprietăţii private ori asociative.

De importanţă majoră în explicarea formării fondurilor prin bugetele publice având drept criteriu provenienţa lor raportată la cele două surse o reprezintă politica fiscală practicată. În acest sens în lume, apar distincte, ca doctrine aplicabile, două şi anume: liberală şi social-democrată.

Prima doctrină enunţată, aceea de sorginte liberală, agreată în ţările cu economie de piaţă şi îndeosebi în Comunitatea Europeană, presupune cheltuieli publice reduse şi de aici o fiscalitate lejeră, cu un nivel redus al impozitelor şi taxelor.

În cazul celei de-a doua doctrine, cheltuielile publice, mai ales cele de ordin social sunt considerate necesare, motiv pentru care se susţine o fiscalitate pronunţată, cu practicare de cote progresive în calculul şi plata impozitelor.

Comun la cele două doctrine politice în materie financiară, însă cu semnificaţii diferite, apare prezentă fiscalitatea ca răspuns în susţinerea cheltuielilor publice. De aici pornind, credem că aceasta se poate motiva şi defini, totodată, pornind de la dimensiunea cheltuielilor publice recunoscute şi acceptate legal.

Prin poziţia exprimată mai sus, care se constituie ca un argument de fond în susţinerea fiscalităţii, încercăm să atragem atenţia asupra opiniei exclusiviste de a o limita în interpretare la mărimea, la structura impozitelor şi taxelor plătite şi încasate la bugetele publice. Chiar dacă în esenţă fiscalitatea exprimă o anumită mărime a impozitelor şi taxelor însoţită de un ansamblu de măsuri, metode,

Scanned with OKEN Scanner

instrumente, acte normative şi instituţii specializate, ca motivaţie şi cauzalitate apar cheltuielile publice de acoperit. În fapt, acestea prin mărimea lor derivată din nevoile sociale şi economice dau dimensiunea fiscalităţii.

Necesarul de fonduri publice la nivel macro şi microeconomic determinat de susţinerea unor interese social-economice ale colectivităţii umane conduce la găsirea de soluţii şi mijloace în atragerea cu caracter imperativ a unei părţi din produsul intern brut la dispoziţia instituţiior financiare specializate.

Procurarea de mijloace băneşti pentru necesităţi publice impune prezenţa unei politici fiscale care trebuie sa ia în calcul efectele declanşate asupra agentului economic şi individului aflaţi într-o anumită stare materială şi financiară. Prin racordarea la evoluţia societăţii către economia de piaţă, politica fiscală, de pe poziţia statului şi colectivităţilor publice teritoriale, are un rol intervenţionist în viaţa oamenilor luaţi ca indivizi ori prezenţi în entităţi economice lucrative.

Privarea de o parte a veniturilor ca urmare a obligaţiilor bugetare şi extrabugetare de tot felul *impune o implicare calculată în direcţia cunoaşterii evoluţiei social-economice* nu numai la nivel macro ci şi microeconomic. Aceasta apare cu atât mai necesară în perioada de tranziţie, odată cu restructurarea formelor de proprietate când se creează premisele unei stabilităţi social-economice ce va deveni suport pentru colectarea de fonduri publice în condiţii de recunoaştere şi acceptare tacită.

Restructurarea bugetelor publice, ca necesitate a perioadei prin care trecem, produce o nouă aşezare a trebuinţelor publice unde locul principal este deţinut de nevoia socială dată prin acoperirea cheltuielilor publice privind învăţământul, asigurările şi protecţia socială, sănătatea, cultura. În mai mică măsură, economia, producătoare de bunuri şi servicii, va necesita intervenţii din partea colectivităţilor publice.

Politica fiscală trebuie să ofere stimulente în direcţia întăririi sectorului privat, să susţină promovarea progresului economic şi modernizarea infrastructurii . Întrucât acestea nu sunt posibile într-un interval redus de timp, soluţia este a schimbărilor de structură în bugetele publice, în instituţii financiare folosind un sistem de impozite si taxe flexibil, adaptabil unor etape şi momente ce pot fi prefigurate ca finalităţi parţiale într-o strategie globală a dezvoltării. Necesitatea utilizării unor instrumente fiscale temporare, pe termen scurt, pentru asigurarea stabilităţii în economie dar şi în plan social este motivată de lipsa unor structuri economico-sociale de rezistenţă, a căror formare poate fi oarecum prefigurată prin implicarea instituţiilor statului.

Intervenţiile în etape, în materie fiscală, asupra economicului şi socialului nu exclud însă constituirea unui cadru de acţiune cu caracter de permanenţă folosind pârghii şi mijloace financiare probate în practica financiară a altor state cu economie de piaţă. Cu alte cuvinte, apare necesară prefigurarea unor categorii de impozite şi taxe care să aibă rezistenţă în timp pornind de la efectele favorabile produse atât asupra bugetelor publice cât şi asupra economiei în desfăşurare.

Scanned with OKEN Scanner

Potrivit cu exprimările de mai sus, credem că *se face necesară prezența unei fiscalități echilibrate în acțiune și diminuarea, dacă nu eliminarea intervenției conjuncturale pe care se pune accent de mai mulți ani. La modul concret, procurarea de venituri la bugetele publice, nu trebuie rezolvată printr-o diversificare continuă a intrumentelor de acțiune ci prin simplificarea lor, concomitent cu sporirea eficacității unor categorii de impozite și taxe recunoscute în practica financiară.* În acest sens, milităm pentru sporirea rolului impozitelor directe și îndeosebi a celor asupra veniturilor globale, atât în cazul persoanelor fizice, cât și în acel a persoanelor juridice.

Susținerea opiniilor exprimate mai sus are ca suport, în ce ne privește, observarea fenomenului economic corelat cu cel social la nivel microeconomic în perioada 1991-1998. În acest sens s-a avut în vedere evoluția unor entități economice în strânsă legătură cu transformările produse și în plan social, îndeosebi, pe probleme de forță de muncă. Sectoarele cercetate sunt de mare diversitate ca domenii (industrie, transporturi, agricultură, turism, comerț, servicii) și apar într-o dispersie spațială (zona județelor din Moldova) care ne îndreptățesc să exprimăm constatări care se pot constitui ca opinii ce pot fi generalizate și luate în calcul pentru a produce corectări și schimbări în politica și activitatea instituțională din domeniul fiscalității.

Aprecierea dimensiunilor și efectelor fiscalității la nivel microeconomic are ca bază de plecare, din punctul nostru de vedere, următoarele repere semnificative: determinarea nivelului (gradului) fiscalității prin similitudine cu raportul cunoscut și acceptat în mare măsură la nivel macroeconomic (prelevări sau obligații bugetare la produsul intern brut înmulțit cu o sută); structura impozitelor și taxelor prin raportare la costuri și la prețuri; structura fiscalității prin dirijarea impozitelor și taxelor către bugetele publice și fondurile speciale; proporția prezenței formelor de proprietate în susținerea fiscalității; evoluția economică financiară potrivit cu o anumită mărime și structură a obiectului de activitate a agenților economici; starea materială a persoanelor fizice potrivit cu prezența lor în entitățile economice și sociale, precum și în cadrul unităților administrativ-teritoriale; nivelul și efectele serviciilor prezente în colectivitățile publice și gospodăriile familiale.

Dimensiunea fiscalității la nivel microeconomic, poate fi dată de raportul dintre prelevări obligatorii (către bugetele publice și fondurile speciale) și veniturile încasate (sau cifra de afaceri) potrivit cu relația:

$$Gf_m = \frac{P_{ob}}{V_i(C_a)} \bullet 100$$

unde:

Gf_m – gradul de fiscalitate la nivel microeconomic;

P_{ob} – prelevări obligatorii;

V_i – venituri încasate sau

C_a – cifra de afaceri.

Scanned with OKEN Scanner

Un asemenea indicator poate fi calculat cu relativă uşurinţă la nivel de agent economic (societate comercială, regie autonomă, asociaţie economică etc.) cu referire la o anumită perioadă (lună, trimestru, an). Potrivit consemnărilor informaţionale periodice în documente de sinteză, reprezentativă este raportarea anuală pe baza datelor din darea de seamă contabilă.

În structura numărătorului s-ar regăsi obligaţii băneşti ale unui agent economic către bugetele publice şi fondurile speciale după cum urmează: contribuţia pentru asigurările sociale[1], contribuţia pentru constituirea fondului de şomaj, alte contribuţii la fondurile speciale, impozitul pe profit, taxa pe valoarea adăugată, accize, taxe vamale, impozite şi taxe locale, alte prelevari obligatorii[**].

La numitorul raportului, veniturile încasate (potrivit cu structura stabilită prin bilanţ) ar fi mai relevante pentru a ilustra situaţia faptică reală (şi nu potenţială, cu luare în considerare şi a drepturilor băneşti neîncasate).

Prin prisma indicatorului menţionat, fiscalitatea la nivelul agenţilor economici în diferite ramuri capătă dimensiuni diferite potrivit cu datele sintetizate de noi (tabel nr.1).

Tabel 1. Nivelul fiscalităţii la diferiţi agenţi economici în perioada 1993-1998

%

Domeniul de referinţă	Anii de raportare					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
- industrie	29	28	37	38	41	42
- agricultură	26	25	27	26	28	29
- comerţ	23	26	25	26	30	31
- turism	21	23	26	24	26	27
- transporturi	35	37	37	40	12	41
- servicii	19	24	25	30	29	32

Prin comparaţie cu gradul de fiscalitate la nivel macroeconomic (situat în perioada analizată în intervalul 32-34%) se pot observa fluctuaţii importante prin raportarea la agenţii economici din diferite ramuri de activitate. Uneori facilităţile fiscale (includerea ori scutirea de impozit pe profit, de taxă pe valoarea adăugată etc.), mai ales pentru întreprinderile nou înfiinţate, se reflectă în nivelul mai redus al fiscalităţii (1993-1995) la agenţii economici din majoritatea ramurilor cercetate. Faptul în sine poate fi pozitiv în măsura în care beneficiarii de facilităţi fiscale au o evoluţie economico-financiară bună, lucru contrazis, însă, de realitate.

Chiar în condiţiile unei politici fiscale favorabile, cu sincope în acţiune, totuşi, într-o economie în formare pe noi structuri, povara impozitelor şi taxelor se

---

[1] Această contribuţie ca mărime de calcul poate fi diminuată, în medie cu până la 20% ca urmare a plăţilor de asigurări sociale privind aşa zisele "cheltuieli la locul de muncă" (concedii pentru cazuri de incapacitate temporară de muncă, concedii de maternitate etc.)

[**] Nu este de minimalizat şi posibila luare în calcul a impozitului pe salarii, care pentru agentul economic apare în structura de cheltuieli chiar dacă ipotetic, este un drept bănesc al salariaţilor (componentă a salariului brut)

Scanned with OKEN Scanner

menține pentru cei mai mulți din agenții economici la un nivel care depășește media pe țară. De aici și numeroase "cedări" (falimentări ale întreprinderilor mici, cu deosebire) ori "împotmoliri" (nivel scăzut al acumulărilor și dezvoltării) pentru mare parte din agenții economici. Explicația unei atare stări de lucruri, pe lângă neadaptarea celor mai mulți la rigorile economiei de piață (cu deosebire în ce privește raportul cerere-ofertă), rezidă și în efectele de "pârghie" necorelate (între veniturile fiscale practicate, cu referire la o anume constanță în timp și spațiu a practicării facilităților fiscale, față de stimularea unor activități în concordanță cu posibilitățile reale ale economiei pe o perspectiva definită etc.) ale fiscalității.

Sectoare de interes economic și social, reprezentând părți structurale importante ale unei economii de piața stabile în România, cu accent pe agricultură, turism, servicii, transporturi și industrie, înregistrează un puternic recul datorită diminuatei ori absenței intervenții financiare din partea statului, cu deosebire de ordin fiscal. Credem că influențarea activităților la nivel microeconomic printr-o politică fiscală echilibrată, constantă și nu fluctuantă în timp, favorizantă în mai mare măsură în spațiu potrivit cu starea socială și economică a zonelor, județelor sau localităților este de natură să producă efecte pozitive în societate, în consolidarea și amplificarea proprietății private, precum și în eficientizarea agentilor economici ai statului.

Abordarea fiscalității prin raportarea obligațiilor bugetare "global și structural" la costuri și prețuri, relevă dimensiuni diferite între ramuri, agenți economici din aceeași ramură, de la un an la altul pentru unul și același agent economic. Toate acestea, pe lângă "firescul" situației generat de multitudinea factorilor de influență asupra activității fiecărui agent economic, relevă și implicarea negativă a politicii fiscale neechilibrate, neajustate și necorelate cu o strategie economică de lungă durată. Așa spre exemplu, produsul finit de la un agent economic (din agricultură sau industrie) realizat în condițiile unor facilități fiscale se regăsește în costuri la un alt agent economic la dimensiuni mai mari ca urmare a influențării cu mărimea integrală sau parțială a profitului, cu mărimea taxei asupra valorii adăugate ori a altor obligații bugetare din veriga economică anterioară.

În așezarea și perceperea veniturilor fiscale de la agenții economici nu ar trebui să se omită din partea guvernului și legislativului calcule de sinteză pe orizontala și pe verticala economiei, pe ramuri, sectoare de activitate și pe forme de proprietate cu privire la ponderea în diferite momente ale fenomenelor și proceselor economice, pe care o au obligațiile bugetare atât global cât și structural în costuri și prețuri.

În costuri sunt reflectate, de regulă, ca elemente de fiscalitate, preluările de această natură prin prețurile de aprovizionare ale materiilor prime, materialelor, energiei electrice și termice etc. precum și obligațiile bugetare ori către fondurile speciale ce revin direct agenților economici. Ca mărimi absolute, prelevările fiscale directe din costuri (contribuția de asigurări sociale, impozitul pe salarii, alte contribuții și participări obligatorii) conduc din punct de vedere relativ

Scanned with OKEN Scanner

la dimensiuni substanțial diferite de la un agent economic la altul, uneori chiar în cadrul aceleiaşi ramuri ori sector de activitate. Cu valori între 15 şi 32% se detaşează ramurile industriale, unde salariile brute dețin peste 30% din costuri. În continuare, se regăsesc unitățile din domeniile transportului şi serviciilor. Cu valori, relativ mai mici, apare fiscalitatea în costuri la agricultură, comerț şi turism.

Evoluția datelor cu privire la ponderea veniturilor fiscale în costuri însoțeşte ca sinuozitate (nu şi ca mărime) cifrele prezentate în tabelul nr.1.

Valori aboslute şi relative mai mari înregistrează fiscalitatea la agenții economici prin raportarea la veniturile bugetare din afara costurilor (impozit pe profit, taxa pe valoarea adăugată, accize, taxe vamale). De această dată, apar în prim plan cu mărimi peste cele menționate mai sus, agenții economici din ramuri şi sectoare aparținând comerțului, transporturilor şi serviciilor.

Observarea fenomenului economic concret analizat în derulare în timp şi spațiu, situează elementele de natură fiscală din costuri şi din prețuri între cele asupra cărora agentul economic nu poate acționa cu sensul de diminuare. Elementele fiscale luate în calcul pot conduce la o serie de diminuări ale obligațiilor bugetare. Aici se impune o anume abilitate managerială care să conducă unitatea prin corelări de acte normative (cum este cazul determinării bazei de calcul la impozitul pe profit) la plăți cât mai reduse (din punct de vedere legal) către bugetele publice şi fondurile speciale.

Avantajoase pentru societate şi inițiatori (asociați ori proprietari) apar din punct de vedere fiscal, pe termen mijlociu şi lung, activitățile lucrative din servicii, turism, agricultură, industrie (cele care se dovedesc viabile în condițiile țării noastre), unde prin promovarea progresului tehnic şi specializarea (ori policalificarea) personalului angajat, se poate ajunge la un profit constant şi în creştere, având ca suport reducerea concomitentă a costurilor. O asemenea stare de lucruri nu poate fi posibilă decât prin intervenții fiscale favorabile (reduceri ori scutiri de impozite), pe termene variabile de la 2 la 6 ani, funcție de complexitatea şi interesul social-economic al acțiunilor lucrative angajate. Într-o altă ordine de idei, influența fiscală favorabilă trebuie să se manifeste, cu deosebire, prin elemente de calcul în afara costurilor. Totodată, s-ar putea produce efecte favorabile şi asupra consumatorilor în sensul selectării produselor şi serviciilor de calitate provenind din inițiativa privată susținută de stat, deci, o sporire a salariului (venitului) real pentru aceştia.

Politica fiscală nu poate avea urmări scontate în mobilizarea resurselor băneşti la fondurile publice fără calcule asupra efectelor produse în planul dezvoltării economice şi protecției sociale la nivel microeconomic.

Dimensiunea obligațiilor fiscale în costuri şi în afara acestora poate constitui un reper important în aşezarea şi perceperea de venituri la bugetele publice având efecte şi în susținerea dezvoltării şi diversificării activității economice.

În raport cu structura sistemului bugetar, dimensiunile relative ale vărsămintelor obligatorii de la agenții economici analizați înregistrează într-o ordonare, cu foarte puține excepții, valorile cele mai mari privind bugetul de stat,

Scanned with OKEN Scanner

(între 20 şi 70%), apoi bugetul asigurărilor sociale (între 20şi 34%) şi în final bugetele locale (între 2 şi 18%). În cazul unităţilor de transporturi (îndeosebi, rutiere), bugetele locale se apropie ca dimensiune relativă de bugetul asigurărilor sociale de stat.

Dirijarea mijloacelor băneşti bugetare cu deosebire către administraţia centrală este încă justificată de poziţia pe care o are statul faţă de dezvoltarea economico-socială în profil teritorial (diminuarea diferenţelor majore existente între localităţi prin comparaţie cu drepturile sociale ale cetăţenilor acoperite din fondurile publice).

Prezenţa unor obligaţii băneşti în legătură cu fondurile speciale se regăseşte fără rezerve, în cadrul fiscalităţii chiar dacă au o pondere redusă (între 3 şi 8%) prin comparaţie cu bugetele publice şi afectează vizibil prin mărimile absolute exprimate (de ordinul zecilor ori sutelor de milioane) fondurile agenţilor economici.

În timp, odată cu autonomia financiară a localităţilor este posibil ca prin ponderea obligaţiilor fiscale să fie aduse în prim plan bugetele locale.

Raportat la forma de proprietate, prelevările fiscale înregistrează sinuozităţi importante în perioada analizată (1992-1998). Dacă la începutul intervalului (1992-1994), proprietatea de stat deţinea peste 65% din veniturile fiscale mobilizate la bugetele publice, în anii din urmă această contribuţie s-a diminuat simţitor (în jur de 45% în anul 1998), cu semne vizibile de scădere în continuare. Explicaţia este dată de multiplicarea factorilor economici din zona proprietăţii private, precum şi de diminuarea proprietăţii de stat ca urmare a privatizării agenţilor economici ori a lichidării sau conservării unităţilor nerentabile.

În ce priveşte ramurile şi sectoarele de activitate analizate, diferenţele apar în cazul agriculturii unde, după anul 1991, participarea proprietăţii particulare la veniturile fiscale a devenit dominantă ca mărime relativă şi semnificativă ca mărime absolută după anul 1994 (odată cu aşezarea şi perceperea impozitului pe venitul agricol). În imediata apropiere de ponderea veniturilor fiscale la proprietăţile agricole private (cu valori între 30 şi 72%) apar agenţii economici particulari din comerţ (cu valori între 27% şi 69%). La aceştia din urmă, sumele vărsate ca impozite şi taxe către bugetele publice au valori mult mai mari decât cele preluate de la proprietăţile agricole particulare. Turismul ca şi prestările de servicii înregistreză în structura veniturilor fiscale vărsate, ponderi însemnate pe seama sectorului particular (cu valori între 22% şi 63%). Agenţii economici din industria de stat deţin, în continuare, mărimi relative şi absolute ridicate în ce priveşte contribuţia la veniturile fiscale vărsate din această ramură.

Semne vizibile în creşterea ponderii veniturilor fiscale provenind din sectorul particular apar către sfârşitul anului 1998. Acest lucru este încă un semn evident a diminuării prezenţei statului în societate şi a aşezării valorilor economice după cerinţele firesti ale economiei de piaţă.

Fiscalitatea abordată strict individual chiar şi printr-o multitudine de repere, nu oferă decât o imagine trunchiată, izolată a dificultăţilor cu care se confruntă agentul economic în vehicularea mijloacelor băneşti proprii şi

Scanned with OKEN Scanner

împrumutate. O analiză financiară completă obligă la lărgirea ariei de cercetare cuprinzând toate laturile activității economice exprimate valoric. Din acest punct de vedere, majoritatea agenților economici observați înregistrează dificultăți financiare în menținerea unei activități permanente.

Atitudinea față de plata obligațiilor fiscale apare diferită la agenții economici ai statului față de cei particulari. În acest sens, rezultă că majoritatea celor dintâi sunt într-o stare perpetuă de datornici față de bugetele publice, pe când ceilalți fac eforturi mari pentru a-şi achita obligațiile băneşti de tot felul. Fiind în situația de a-şi onora datoriile față de stat prin bugete, agenții economici particulari reuşesc cu greutate să se mențină în activitate, dacă nu, renunță la aceasta. Pentru unitățile de stat, chiar şi în condiții de subvenționare, datoriile fiscale se acumulează an de an, fără a exista indicii de onorare a lor pe termen scurt sau mediu.

Concluzia față de cele menționate mai sus este că menținerea în rigorile economiei de piață în paralel cu suportarea sarcinilor fiscale devine din ce în ce mai greu de realizat pentru toți agenții economici. În acest context se impune o relaxare fiscală fără discriminare față de forma de proprietate pentru toți cei care întreprind activități lucrative cerute de societate.

Problematica fiscalității la nivel microeconomic nu poate fi interpretată fără a se face referințe la persoanele fizice potrivit cu prezența lor în entitățile economice şi sociale ori admnistrative.

În relațiile sociale, omul se găseşte în postura de a suporta direct sau indirect efectele economiei de piață în aşezare. Incertitudinile legate de ocupația profesională sunt tot mai frecvente, cu atât mai mult cu cât structurile nu sunt viabile. Economia care nu produce creează dificultăți şi în strângerea fondurilor prin bugetele publice necesare în a satisface cerințe elementare de trai pentru o altă parte a populației.

Pentru persoanele fizice povara fiscală este şi mai apăsătoare întrucât, în calitate de consumatori finali, trebuie să suporte în ultimă instanță impozitele indirecte prezente prin prețurile produselor necesare traiului.

La nivel microeconomic, fiscalitatea înregistrează dimensiuni care acumulează în cea mai mare măsură deficiențele structurilor macroeconomice.

Scanned with OKEN Scanner

4.2. PRESIUNEA FISCALĂ LA NIVELUL AGENȚILOR ECONOMICI

Conf. dr. Sorin MIHĂESCU

Impozitele, de-a lungul istoriei umane organizată în structuri statale au fost o permanență şi se consideră că nu se întrevăd, decât în utopii, condiții ca ele să dispară în viitor. La nivelul individului este cunoscută expresia "de moarte şi impozite nu scapă nimeni", care vine să constate generalitatea acestei contribuții care loveşte toți membrii unei societăți, fie ele persbane fizice sau juridice.

Cu toate acestea, statul, dacă se doreşe garantul dezvoltării economico-sociale a unei națiuni, nu trebuie să facă abstracție de urmările imediate sau viitoare ale unei presiuni fiscale exagerate asupra agentilor economic, ca de altfel şi a persoanelor fizice. Deşi nu se pot stabili limite unanim acceptate ale presiunii fiscale sau să se facă calcule de stabilire a nivelului optim al acestuia, istoria economică a țărilor lumii demonstrează influența nefastă asupra dezvoltării în timp a economiei în cazul unei presiuni fiscale iraționale. În general ea incită la reducerea activității, la evaziunea fiscală, contrabandă, muncă la negru, migrarea capitalurilor în exterior, convulsii sociale cu tot cortegiul de repercursiuni asupra dezvoltării unei societăți.

Nivelul presiunii fiscale trebuie să fie conform condițiilor specifice unei economii referitoare la: stadiul de dezvoltare economică, faza în care se află economia la un moment dat (criză, depresiune, avânt), climatul politic etc. De aceea, rata fiscalității, prin care se exprimă presiunea fiscală (total impozite /PIB) nu poate face obiectul comparației între țări decât cu foarte multe rezerve şi fără relevanță prea mae. Cea mai bună relevanță a presiunii fiscale dintr-o țară este răspunsul contribuabililor la aceasta şi, de asemenea, răspunsul angrenajului economic, în condițiile existenței unei legislații bine puse la punct.

Un lucru este cert, o presiune fiscală rezonabilă într-o economie aflată în efervescența constituirii şi creşterii capitalurilor particulare, în faza restructurării masive pe criterii de piață (nu neaparat realizată de factorii guvernamentali) şi a găsirii propriului ei drum în competiția cu economia altor țări, este o axiomă şi o condiție vitală pentru viitorul acelei economii.

Importanța cantitativă a prelevărilor obligatorii către autoritatea publică determină, la nivelul agenților economici, preocupări de identificare a efectelor fiscalității ce se dovedesc uneori contradictorii şi complementare. Fiecare întreprindere este atinsă, în structura şi obiectivele ei, într-un mod direct, de presiunea fiscală, ceea ce determină o serie de distorsiuni în comportamentul acesteia. Altfel spus, întreprinderea reprezintă un vast câmp de efecte fiscale străbătut de confluența impozitelor asupra comportamentului persoanelor care îşi desfăşoară activitatea în mediul economic respectiv.

Prima dimensiune ce trebuie luată în considerare este atitudinea psihologică a decidenților referitoare la impozite se înscriu într-un cadru mai general, respectiv cel al poziției cetățenilor în fața impozitelor, tratată de

Scanned with OKEN Scanner

specialiştii finanţelor publice în termeni de costuri sociale. Din acest punct de vedere impozitul este, rareori, perceput ca o contribuţie la finanţarea cheltuielilor publice, ci ca o prelevare împovărătoare, care generează o largă injustiţie socială. Atitudinea negativă nu rămâne în sfera raţionalului; pe de o parte, pentru că statul este perceput ca o forţă ostilă cu faţă închizitorie şi birocratică, şi pe de altă parte, pentru că cea mai mare parte a factorilor de decizie la nivelul întreprinderilor nu cunosc decât o parte a manifestării, uneori contradictorii, a mecanismelor fiscale. Dacă se ia în considerare aspectul psihologic, efectul impozitului depinde de cel puţin 5 variabile: suma reală a impozitului; capacitatea factorului de decizie de a evalua sarcina fiscală reală; atitudinea aceluiaşi factor de decizie faţă de stat în general şi faţă de fiscalitate în particular; capacitatea de a utiliza regulile administrative în favoarea întreprinderii; gradul de obişnuinţă la impozitele stabilite.

Referitor la impozitele datorate de un agent economic esenţial este faptul că acestea sunt achitate în mod diferit de cei care compun întreprinderea în cauză. Direct vizaţi de impozitul pe profit sunt acţionarii; la modul general atunci când există o diferenţă între impozitarea profiturilor distribuite şi a celor nedistribuite, se va căuta plusvaloarea generată de acţiuni. Deducerea dobânzilor la împrumuturi din profitul impozabil îi determină cel mai adesea pe gestionarii întreprinderii să privilegieze împrumuturile ca sursă de finanţare a activităţi. În acest mod interesul acţionarilor se separă de cel al conducerii firmei, dacă este cazul unei alegeri între creşterea economică şi distribuirea profiturilor.

Creşterea taxei marginale a impozitului pe profit influenţează, de asemenea, activitatea lucrătorilor sau a angajaţilor. Aspectul stimulativ sau disuativ al impozitului depinde de repercursiunea acestuia asupra altor contribuabili şi de modul în care factorul de decizie încearca să compenseze prelevarea fiscală printr-o creştere a volumului activităţii.

Analiza temporală a fiscalităţii evidenţiază că sarcinile fiscale ale întreprinderii sunt datate. În acest sens ele sunt legate de venituri şi remuneraţii rezultate din desfăşurarea activităţii în timpul unei perioade date sau cu resursele existente la o dată fixă. Decalajul între momentul obţinerii veniturilor şi plata impozitului modifică influenţa fiscalităţii asupra întreprinderii. Evoluţia contului de exploatare şi a bilanţului provoacă, prin decalaj, o distorsiune între sarcina fiscală şi venitul disponibil la aceeaşi dată: dacă beneficiul creşte, întreprinderea va profita de o întârziere la plata impozitului corespunzător, dar va suporta, în schimb, o sarcină fiscală sporită în perioadele de recesiune.

Datorită acestor influenţe agentii economici recurg la reacţii diverse., în scopul limitării consecinţelor impozitării, în special în acele cazuri în care capacitatea de adaptare la regulile fiscale este fundamentală pentru supravieţuire. Dintre reacţii se remarcă aşa numita "opacitate fiscală" definită ca o funcţie inversă a mobilităţii structurilor întreprinderii în raport cu impozitul. Mobilitatea depinde de modificările de ordin juridic (societate de persoane sau capitaluri, localizare naţionalitate); de ordin economic (transpunerea sarcinilor

Scanned with OKEN Scanner

fiscale asupra consumatorilor) şi de ordin social (partea de muncă şi de capital). Întreprinderile prezintă opacităţi fiscale diferite în funcţie de structurile lor, ceea ce le face mai mult sau mai puţin sensibile la o modificare a sarcinilor fiscale.

În comportamentul agenţilor economici se pot manifesta o serie de modificări, adaptări, schimbări, sub influenţa fiscalităţii, generând ceea ce se numeşte "distorsiuni fiscale". În alţi termeni, distorsiunea fiscală reprezintă ansamblul comportamentelor întreprinderii, care duc la modificarea stării iniţiale a acesteia, starea considerată normală înainte de intervenţia presiunii fiscale. În raport cu alegerea structurii juridice sau a obiectului de activitate, poate opera o clasă a distorsiunilor fiscale în funcţie de nivelul la care se manifestă: în structura întreprinderii şi în deciziile de gestiune. Studii efectuate pe modelul fiscal francez ilustrează modul în care fiscalitatea intervine în alegerea obiectului de activitate: beneficiile industriale, comerciale, veniturile mobiliare, agricole, necomerciale, făcând obiectul unor reguli diferite de evaluare, după natura activităţii şi după structura juridică.

În acest mod, se consideră că structura funcţiei de producţie este, în parte, determinată de natura activităţii şi este supusă cheltuielilor sociale, impozitului pe salarii şi impozitelor locale. Extinderea analizei şi asupra sistemului fiscal al celorlalte state comunitare evidenţiază un alt aspect legat de influenta fiscalităţii asupra deciziilor de gestiune. Pentru întreprinderile de mică dimensiune, numărul de salariaţi modifică taxa cotizaţiilor sociale, în timp ce volumul cifrei de afaceri defineşte modalităţile de percepere a impozitului pe profit şi TVA (regim real sau regim simplificat).

Prin urmare, influenţa fiscalităţii asupra deciziilor agenţilor economici este multiformă, permanentă şi pluridirecţională. Este multiformă, întrucât vizează tipuri de decizie şi niveluri de responsabilitate foarte diferite: alegerea unei metode de finanţare, durata de viaţă a unui echipament, calculul preţului de vânzare - raportul dintre rentabilitatea şi riscul unei investiţii. Influenţa fiscalităţii este permanentă pentru aproape fiecare operaţiune a întreprinderii antrenează o prelevare fiscală care afectează, mai mult sau mai puţin, costurile de productie şi preţurile produselor. De asemenea, influenta fiscalităţii este pluridirecţională în funcţie de reglementările care corespund unor intervenţii ce variază de-a lungul timpului. Din variaţiile ce intervin în obiectivele legiuitorului rezultă privilegii diferite pentru agenţii economici, fie prin favorizarea unor anumite activităţi, fie prin stimularea dezvoltării economice, şi prin asigurarea unei anumite protecţii sociale a cetăţenilor.

Problema presiunii fiscale asupra contribuabililor români a apărut evidentă începând cu 1990 când economia României a fost directionată spre economia de piaţă, situaţie în care statul a renunţat la mobilizarea preponderentă a resurselor financiare în faza de repartiţie primară a produsului social şi trecerea la redistribuirea masivă a acestuia prin pârghii fiscale. Impozitele percepute de stat de la agenţii economici se constituie, din punctul de vedere al acestora, în elemente de presiune fiscală, care este cu atât mai pronunţată cu cât ponderea

Scanned with OKEN Scanner

lor în valoarea adăugată este mai mare. Mărimea presiunii fiscale este importantă atât din punctul de vedere al contribuabililor (persoane fizice sau juridice) cât şi din cel al statului, ca administrator general al resurselor prelevate. Acest nivel trebuie să nu decurajeze munca, iniţiativa privată şi instituţiile şi să nu încurajeze evaziunea şi frauda fiscală.

Presiunea fiscală se apreciază ca raport între veniturile prelevate de la contribuabili şi veniturile primare obţinute de aceştia, dar aceasta este mai acut resimţită şi se amplifică şi datorită impozitelor indirecte (TVA, accize, taxe vamale etc.) care, deşi nu sunt suportate de agenţii economici, au efecte negative asupra acestora, în primul rând afectând volumul vânzărilor şi nivelul competitivităţii, prin sistemul preţurilor.

Matematic, nivelul presiunii fiscale la care este supus un agent economic se poate determina după relaţia:

$$P_f = \frac{Impozite\ platite}{Valoarea\ adaugata} = \frac{I_p + C_{as} + A_i}{V_a}$$

unde:

I_p - impozit pe profit;
C_{as} - contribuţia pentru asigurări sociale;
A_i - alte impozite (pe teren, pe clădiri etc.).

Deşi se poate determina concret, presiunea fiscală nu trebuie analizată numai într-un mod rigid matematic, nivelul acesteia fiind relevantă mai ales în strânsă corelaţie cu puterea de cumpărare a veniturilor nete ale contribuabililor (persoane fizice în relaţie cu mijloacele minime de subzistenţă; agenţi economici în raport cu procesul de economisire/investiţii).

Acelaşi nivel al presiunii fiscale într-o ţară cu economie dezvoltată, poate fi considerat acceptabil în măsura în care veniturile rămase fac posibilă acoperirea tuturor trebuintelor şi în plus permit acumularea unei părţi de venit, pe când într-o ţară cu o economie mai slabă, nu poate asigura aceste cerinţe, presiunea fiscală fiind receptată ca împovărătoare. Din acest motiv justificarea practicării unor anumite cote de impozite comparabile, apare nefirească.

Elementele de prelevări de la numărătorul formulei de determinare a presiunii fiscale contribuie în proporţii diferite la mărimea valorii adăugate, rezultând de aici că în funcţie de ponderea acestor elemente de prelevări în formarea valorii adăugate şi de gradul de fiscalitate (cotă) a fiecărui element depinde mărimea presiunii fiscale suportate de un agent economic.

Analizând mai în detaliu aceste elemente, se pot trage urmatoarele concluzii:

* Conform actualei legislaţii fiscale, profitul este elementul de valoare adăugată care suportă cea mai ridicată impozitare (38%). Presiunea fiscală se accentuează în măsura în care celelalte elemente au o mărime relativ constantă, iar agentul economic tinde să realizeze o profitabilitate superioară.

Scanned with OKEN Scanner

* Contribuția pentru asigurări sociale se aplică la un fond de salarii relativ constant, dată fiind tendința patronatului de a reduce la strictul necesar numărul angajărilor şi a plafona (cel puțin temporar) mărimea salariilor. Se mai poate aprecia că tendința de creştere a rentabilității în aceste condiții poate majora sensibil profitul brut al firmei.

* Şi celelalte elemente de impozitare sunt de mărimi relativ reduse şi constante în timp, (exceptând modificări ale legislației fiscale sau dezvoltări ale firmei) având impact redus asupra fiscalității.

De aceea presiunea fiscală este resimțită şi suportată cel mai mult din profitul brut care provoacă o serie de efecte negative şi anume:

- afectează capacitatea de autofinanțare şi implicit nivelul fondurilor financiare proprii, firma fiind nevoită să facă împrumuturi;
- afectează capacitatea de plată a firmei, perturbându-i nivelul lichidităților prin plata punctuală şi de volum ridicat a obligațiilor față de buget.

La noi, nivelul presiunii fiscale prin impozitul pe profit este reglementat de prevederile O.G. nr.70/1994 privind impozitul pe profit, cu modificările ulterioare. Pentru punctele slabe ale acestui act normativ enumerăm şi prevederea acestei cote proporționale de 38%, pentru profitul rezultat din cvasitotalitatea activităților din economie, în vederea calculării impozitului pe profit. Deşi se poate spune că este aliniată la cotele de impunere practicate şi de alte țări ale Europei, sunt motive serioase să se susțină că ea nu este de natură să influențeze pozitiv economia românească din această perioadă.

În opinia noastră, la stabilirea unei cote de impozit pe profitul agenților economici români trebuie să se țină seama de următoarele caracteristici:

1. Economia românească va cunoaşte profunde mutații provocate de privatizarea în masă urmări certe asupra gradului de ocupare, a necesarului de fonduri, a eficienței în viitorul apropiat.
2. Decapitalizarea masivă şi sistematică la care au fost supuse întreprinderile foste de stat impune să nu se mai continue decapitalizarea lor printr-o impozitare excesivă a profitului realizat în condiții, de regulă, de rentabilitate scăzută;
3. Gradul foarte scăzut al lichidității agenților economici pomeniți mai sus, determinat şi de al blocajul financiar generalizat la nivelul economiei naționale, va fi afectat, direct, în mod negativ de fiscalitatea ridicată ținând de impozitul pe profit;
4. Ponderea exagerat de mare a societăților comerciale nou înființate în domeniul comerțului comparativ cu cele înființate în domeniul producției impune o diferențiere a modului de impozitare a profitului care să asigure o alocare de capitaluri mai mari în domeniul producției, singura în stare să declanşeze demarajul real al economei;
5. Acordarea de facilități fiscale potrivit art. 50 din Legea nr. 77/1994 privind asocaițiile salariaților şi membrilor conducerii societăților comerciale care se privatizează contravine principiului echității impunerii, defavorizând un segment important din rândul agenților economici cu capital şi de stat, precum şi a populației.

Scanned with OKEN Scanner

Având în vedere ansamblul condițiilor speciale în care se află economia românească în acest moment, precum şi perspectivele care trebuie create acesteia, ar fi preferabilă o impozitare a profitului societăților comerciale prin cote marginale de impozit ținând seama şi de un prag de rentabilitate economică. S-ar putea lua în considerare un prag minim de rentabilitate de 15% care să crească până la (eventual) actualul nivel, cotele aplicându-se la diferite tranşe de profit impozabil.

Prin modul de impozitare propus a profitului agenților economici din România s-ar realiza în opinia nostră, următoarele:

- s-ar descuraja agenții economici care realizează cifre de afaceri în domeniul comerțului, de zeci de miliarde de lei cu un capital social insignifiant de 100000 lei, cu totul inacceptabil în cazul unor relații economice bazate pe diminuarea riscului şi încrederii în partenerii de afaceri. Acest lucru ar fi posibil ca urmare a includerii în schema de impozitare a ratei rentabilității calculată în funcție de capitalurile proprii, formulă larg răspândită în teoria şi practica financiară;
- s-ar pune bazele unei acțiuni generalizate de scădere a prețurilor prin renunțarea la practicarea unor cote de comision sau adaos comercial disproporționat de mari față de rentabilitatea medie la nivelul economiei naționale. Această mişcare strategică s-ar realiza prin reorientarea agenților economici spre rentabilități mai raționale şi normale pentru a beneficia de o impozitare mai uşoară a profitului;
- s-ar încuraja investițiile şi în alte domenii de activitate economică care asigură o rată de rentabilitate inferioară celei din comerț, dar sunt indispensabile creării cadrului economiei de piață

În toate cazurile presiunea fiscală asupra unui agent economic provoacă fluxuri negative de numerar ocazionate de plata impozitelor (fiscalitate) sau contribuții la asigurările sociale de stat (parafiscalitate) cel puțin în următoarele ipostaze:

- cu ocazia constituirii stocurilor prin cumpărarea de materii prime, materiale, combustibili, energie, semifabricate, mărfuri etc. (în general intrări) când are loc plata taxei pe valoarea adăugată aferentă acestor intrări, uneori cotidiene, şi numai lunar are loc stabilirea sumei efective ca diferență între TVA colectată şi TVA dedusă. Acest fapt conduce la menținerea unei presiuni permanente asupra trezoreriei firmei în cazul în care taxa colectată nu se sincronizează cu cea deductibilă (situație cvasipermanentă) sau când intrările valorice exced ieşirile valorice de produse sau mărfuri. Cu toate că finalmente T.V.A este suportată de consumatorii finali (populație), costurile agentului economic cu T.V.A. constau în gestionarea acestui impozit ocazionate de evidență, plata, decalajul în timp în cazul când se impune regularizarea vărsămintelor la buget;
- cu ocazia plății salariilor, când are loc şi plata impozitului pe salarii, chiar dacă acesta este suportat de către salariați din venitul lor. Dar întrucât firma trebuie să asigure acest fond de salarii şi impozitul aferent, inclusiv contribuția

Scanned with OKEN Scanner

pentru asigurări sociale, procurarea resurselor necesare la datele de achitare a drepturilor salariale expun firma unor riscuri, mai ales în condițiile unui blocaj financiar generalizat, adesea trebuind să apeleze la credite cu dobânzi ridicate;

- cu ocazia plății unor impozite şi taxe locale care sunt elemente de cost efectiv, punându-se şi în acest caz problema asigurării lichidității la datele respective;

- cu ocazia plății efective a impozitului pe profit, când la finele fiecărui trimestru 38% din fluxurile pozitive ale firmei (încasări) sunt vărsate la bugetul de stat. Această situație presupune o sincronizare deplină a fluxurilor de intrări (pozitive) cu cele de ieşiri (negative).

Întrucât la fluxurile negative contribuie plățile curente pentru furnizori etc., plățile la buget presupunând date imperative pot genera costuri mai ridicate cu fiscalitatea. Dacă firma (chiar profitabilă) întâmpină greutăți de lichiditate, costul finanțării acestei părți din fiscalitate creşte fie cu costul procurării fondurilor respective de pe piața financiară, fie cu cel datorat de majorările de întârziere în cazul neplății la termen al impozitului.

O caracteristică fundamentală a presiunii fiscale asupra agenților economici, alături de nivelul ei, este costul suportat de către firmă legat de fiscalitate în condițiile în care acesta nu este absolut deloc necesar derulării activităților specifice şi scopului pentru care au fost înființate.

Aceste costuri adiacente celor de exploatare şi finanțare a activității curente sunt impuse în mod forțat de stat prin politica fiscală, justificate prin crearea mediului economic general.

Din acest considerent apare importantă o strategie fiscală înțeleaptă a statului care să aibă în vedere crearea unui mediu economic propice dezvoltării de ansamblu şi de durată a economiei naționale care să nu stânjenească inițiativa economică.

În definitiv, țelul politicii fiscale a oricărui stat animat de raționalitate este acela de asigurare a unui volum cât mai stabil de venituri fiscale şi nu epuizarea contribuabililor şi subminarea veniturilor publice viitoare. În acest sens, uşurarea presiunii fiscale asupra agenților economici rămâne un obiectiv strategic de urmărit. Ca urmare o presiune fiscală rezonabilă într-o economie aflată pe calea dificilă a constituirii şi creşterii capitalurilor particulare, a restructurării masive pe criterii de piață, concurențiale, asa cum este cazul economiei româneşti în prezent, este o condiție vitală.

În acest context presiunea fiscală trebuie pusă în legătură cu cel puțin doi factori şi anume:

- modul de dezvoltare şi de creştere economică;
- necesitățile de resurse fiscale ale autorităților publice.

Un nivel ridicat de dezvoltare şi o creştere economică sănătoasă şi durabilă, permite realizarea unui cuantum de venituri fiscale curente şi în perspectivă, relativ satisfăcătoare pentru cerințele puterilor publice, în condițiile trierii şi raționalizării opțiunilor viitoare. În țara noastră presiunea fiscală de după

Scanned with OKEN Scanner

1990 şi până în prezent s-a manifestat pe fondul menţinerii nevoilor de venituri fiscale la un nivel ridicat, cunoscând o tendinţă de creştere datorită păstrării în mare masură a unui stat cu prerogative lărgite în domeniul economic şi social, şi un ritm lent nesatisfăcător al reformelor şi privatizării care să-l degreveze de mari cheltuieli neeconomicoase.

În aceste condiţii statul român a supus contribuabili săi agenţi economici aflaţi în dificultate datorită decapitalizăii, rentabilităţii şi eficienţei reduse, precum şi populaţia la o presiune fiscală relativ ridicată comparativ cu alte state din regiune sau din Occident, impunându-se o atenuare a acesteia. Această atenuare este realmente necesară fiindcă o presiune fiscală mai scăzută înseamnă liberalism, o mai mare capacitate de decizie a celor care creează venituri de a dispune de ele (de a le consuma sau investi), o mai mare garantie în alocarea resurselor în domeniile profitabile. Nu în ultimul rând, o atenuare a presiunii fiscale asupra cetăţenilor, conduce la creşterea puterii de cumpărare şi finalmene la relansarea economică.

Relansarea economică în perioada de tranziţie va fi, în mod cert, generată de sectorul privat creat în economie, de gradul de privatizare a sistemului productiv. După părerea noastră, fără existenţa unor agenţi economici privaţi, puternici, care să dispună de un cadru insituţional propice, nu se poate accede la o relansare economică autentică. În acest sens intervenţia autorităţii publice prin instrumente şi modalităţi specifice tranziţiei, compatibile strategiei de reformă promovată, va trebui să fie benefică creării, extinderii şi dezvoltării sectorului privat autentic.

În acest context, fiscalitatea poate oferi instrumente necesare autorităţii publice pentru accelerarea proceuslui de privatizare şi, pe această bază, a declanşării şi susţinerii relansării economice. Este un truism afirmaţia că relansarea economică reprezintă un produs al agenţilor economici (firme) care se confruntă pe un ansamblu de pieţe reglementate şi controlate neconstructiv de către autoritatea publică prin instituţiile specializate. Totuşi, indiferent de starea economiei, de faza pe care aceasta o tranzitează, modalităţile de aplicare a acestor politici trebuie adaptate obiectivelor şi stării economiei.

Din ansamblul acestei tehnici financiare impozitul pe profit reprezintă principalul instrument fiscal utilizat în perspectiva relansării economice, impactul său asupra comportamentului firmei fiind maxim, atunci când este adecvat folosit, benefic centrării acesteia pe relansare.

Teoretic, problema poate fi redusă la relaţia dintre profitul realizat şi profitul disponibil, relaţie definită în perspectiva comportamentului firmei orientat spre relansare. Evident, relansarea economiei devine în această situaţie un caz particular expansiunii şi dezvoltării firmei.

Abordând această problemă într-o manieră generală, putem considera o firmă care tinde să-şi maximizeze profitul, pe care-l simbolizăm cu "p". Importanta profitului pentru relansare va depinde de o serie de variabile x, y, z,..., astfel:

$$p = p(x, y, z....,) \qquad (1)$$

Scanned with OKEN Scanner

Mişcarea liberă a variabilelor x, y, z, va trebui să ţină seama de faptul că preţurile şi cantităţile nu pot fi negative.

Se introduce funcţia de impozitare "s(p)", de unde profitul disponibil va fi "p-s(p)". Raţional, se poate presupune că firma va tinde să maximizeze profitul disponibil. Dacă se presupune că impozitul va creşte odată cu profitul şi că rata de impozitare este sub 100%, adică:

$$0 < \frac{ds(p)}{dp} < 1 \qquad (2)$$

se deduce concluzia următoare: cu cât profitul este mai mare, cu atât profitul disponibil este mai mare. În consecinţă, valorile variabilelor x, y, z,... care determină "p" maxim, furnizează în acelaşi timp un maxim pentru profitul disponibil "p-s(p)". Pe scurt, acesta semnifică faptul că deciziile firmei referitor la variabile x, y, z, nu sunt afectate de impozitul pe profit "s".

Acest fapt constituie un punct de plecare util pentru studierea efectelor impozitului pe profit al firmei asupra comportamentului acesteia, însă, totuşi, trebuie să se ţină seama că problema nu este atât de simplă cum sugerează acest rezultat, şi că vor fi necesare diferite modificări.

În continuare vom enumera unele din aceste modificări care joacă, fără îndoială, un anumit rol practic. De altfel, este dificil de a ajunge la concluzii lipsite de ambiguitate, deoarece teoria economică nu a clarificat în mod deosebit până acum acest domeniu, iar cercetările empirice sunt dificile datorită existenţei unui număr destul de mare de factori cantitativi şi calitativi diferiţi, cu acţiune simultană, fiind greu de determinat diversele relaţii de la cauză la efect.

Dacă profitul furnizat de activităţile economice variate ar fi impozitat diferit, modul de raţionare prezentat mai sus ar fi foarte simplu. Dacă ne imaginăm existenţa unei impozitări mai severe a profitului unei categorii particulare de întreprinderi, profiturile nete în raport cu capitalul ramurilor cel mai sever taxate vor fi inferioare acelora al altor tipuri de activităţi. Pe termen lung, va rezulta un transfer de capital din ramurile cele mai sever impozitate spre ramurile mai slab impozitate, deşi concluzia degajată mai sus rămâne valabilă în ceea ce priveste comportamentul firmei în fiecare moment, echipamentul în capital fiind dat.

În fapt însă, nu există multe cazuri în care impozitul pe profit să fie definit în mod special pe ramuri particulare. În general, impozitul pe profit va constitui o aplicare a regulilor de impozitare a venitului pentru întreprinzătorii particulari sau o aplicaţie a regulilor fiscale ale societăţilor pe acţiuni pentru întreprinderile organizate sub această formă particulară. Totuşi, regulile se pot adapta într-un mod diferenţiat la aceste tipuri de activităţi diverse şi din alte motive ele pot avea efecte deosebite asupra diverselor ramuri. Un exemplu l-ar putea constitui amortizarea, anume că posibilitatea unei anticipări rapide ar putea constitui, într-un anumit sens, un avantaj pentru ramurile care se dezvoltă mai rapid şi, din această cauză, ea ar fi discriminatorie în ceea ce priveşte efectele între ramuri, chiar dacă aceleaşi reguli fiscale se aplică tuturor ramurilor.

Scanned with OKEN Scanner

În mod normal, în practică, o întreprindere trebuie să ia decizii ținând seama de anticipațiile efectelor pe care ele sunt susceptibile să le producă. Aceste previziuni vor sta la baza funcției de x, y, z,... care determină deciziile firmei. De aceea, o schimbare în impozitarea profiturilor ar putea modifica aceste anticipații, provocând astfel variații în deciziile firmei relativ la inputuri, outputuri, investiții sau prețuri.

Întreprinderile ar putea, de exemplu, interpreta schimbările care se produc în impozite ca reflectând tendințele unui ciclu comercial în viitorul apropiat şi acesta ar afecta deciziile lor. Nici o verificare empirică a acestui fapt nu poate fi, în mod normal, realizată; autoritățile fiscale nu ar putea ține seama de acest efect decât pe baza evaluărilor lor.

Schimbările în anticipații pot avea, de asemenea, o influență şi se pot releva sub o formă mai particulară când o întreprindere ia decizii în funcție şi de ceea ce ea crede că vor decide celelalte întreprinderi. Dacă, de exemplu, există o situație de "polipol" în care toți producătorii ar fi interesați să crească prețul, dar în care nici unul dintre ei nu o face de teama ca ceilalți să procedeze la fel, o creştere a impozitului pe profiturile întreprinderilor ar putea avea un efect de precipitare asemănător efectelor unui impozit pe producție sau pe vânzări. În acest caz, impozitul pe profit ar putea avea repercursiuni asupra unui monopol incomplet exploatat, o astfel de repercursiune ar putea, de asemenea, avea loc, pentru aceleaşi motive ca în cazul polipolului.

Posibilitățile repercursiunii prezentate până acum pot fi calculate ca fiind în aval. Repercursiuni posibile pot fi considerate şi în amonte, ca de exemplu, prețurile inferioare plătite de către o întreprindere pentru unii din factorii săi de producție din cauza impozitului. În acest caz, efectul impozitului asupra salariilor este o problemă importantă. Creşterea impozitului pe profiturile întreprinderilor poate afecta rezultatul negocierilor, astfel încât salariile care ar rezulta să fie inferioare acelora care ar fi fost fără creşterea impozitului, deoarece profiturile disponibile ale întreprinderilor constituie, fără îndoială, de multe ori, un factor cu o pondere considerabilă în asemenea negocieri.

Modul simplu de argumentare prezentat mai sus, presupune coincidența dintre conceptul de venit considerat ca bază a fiscalității şi conceptul de profit care motivează deciziile firmei. Însă, de obicei, nu se întâmplă aşa. Într-o manieră generală putem presupune că există funcția de utilitate generală.

$$U = U(x,y,z...s) \qquad (3)$$

care motivează decizia firmei, funcție în care au fost incluse toate variabilele la dispoziția întreprinderii, inclusiv impozitul "s".

Ca un caz particular se poate considera că întreprinderea maximizează profitul disponibil.

$$\overline{p}(x,y,z,...) - s[p(x,y,z)] \qquad (4)$$

unde: $\overline{p}$ - indică conceptul de profit care stă la baza motivațiilor şi deciziilor firmei, în timp ce "p" exprimă conceptul de profit utilizat ca element al

Scanned with OKEN Scanner

asietei impozitului. Dacă nu există impozit, firma maximizează $\overline{p}$. Când există un impozit firma maximizează diferenta din relația (4), ceea ce ar putea genera un rezultat diferit pentru x, y, z, față de cazul maximizării lui $\overline{p}$.

Un exemplu de divergență între elementul determinării activității întreprinderii şi elementul impozitării capitalului îl constituie modul de abordare a remunerațiilor acțiunilor de capital ale unei firme. Din punctul de vedere al firmei, o remunerație normală a acțiunilor de capital ale unei firme poate fi considerată ca un element de cost, însă din punct de vedere fiscal , ea nu este deductibilă.

În acest sens, o parte din impozit, adică acela care corespunde impozitul pe randamentul normal al acțiunilor de capital, are un efect asemănător unei creşteri a costurilor capitalurilor, ceea ce poate afecta formele finanțării şi, de asemenea, poate genera anumite efecte prin care contribuie la deplasarea în sus a curbei costurilor firmelor individuale. Aceasta poate deveni un argument pentru luarea în considerare a costului de oportunitate, argument depinzând de elementele asupra cărora apasă impozitul, adică de măsura în care el lasă anumite tipuri de venituri neafectate.

Unele din repercursiunile care pot fi atribuite expresiei (4) constituie domeniul efectului fiscalității asupra investiției firmei, care nu este dezvoltat în această comunicare.

Argumentul care a condus la concluzia că deciziile unor firme nu sunt afectate printr-un impozit pe profituri s-a bazat pe ipoteza că variabilele x, y, z, pot varia în mod liber, total independent de profitul disponibil real rămas firmei după plata impozitului.

Pe o piață perfectă din punct de vedere financiar, ar putea fi astfel. În realitate, totuşi, posibilitățile individuale în sensul expansiunii vor depinde, într-o anumită măsură, de profitul propriu diponibil - în parte, deoarece acest profit poate fi utilizat pentru a finanța investițiile şi, în parte, deoarece el poate influența capacitatea firmei de a obține credit. Dacă într-un asmenea caz, posibilitățile de finanțare limitează investițiile unei firme, un impozit pe profiturile firmei ar influența, în mod normal, pe o perioadă lungă de timp, dezvoltarea acesteia, datorită efectelor prin intermediul profiturilor disponibile. Măsura în care aceste efecte vor fi percepute va depinde de importanta repercursiunii impozitului.

Argumentele dezvoltate mai sus se înscriu într-o încercare de teoretizare, într-o deschidere restrânsă, a impactului impozitului pe profit asupra comportamentului expansiv al firmei relansarea economică constituind, după cum am menționat, o formă particulară, mai agregată, a expansiunii firmelor individuale.

Desigur, paleta măsurilor de reducere a presiunii fiscale asupra firmelor este mare, şi nu arareori controversate, dar în sinteză apreciem că următoarele prezintă un interes major:

* efortul firmelor însăşi apreciază fluxurile financiare de procurare a resurselor, cu cele de plată a obligațiilor fiscale, mai ales prin trezoreria acestora;

Scanned with OKEN Scanner

* reducerea structurilor birocratice mult "umflate" (uneri pe considerente politice) a administrației centrale şi locale, şi pe această cale a cheltuielilor corespunzătoare;

* raționalizarea opțiunilor bugetare şi buna gestionare a resurselor procurate de la contribuabili:

* crearea în economia reală a unei baze de impozitare cât mai mari prin dezvoltarea sectorului terțiar şi al întreprinderilor mici şi mijlocii;

* măsuri severe pentru combaterea evaziunii şi fraudei fiscale, inclusiv prin crearea unui cadru legislativ foarte sever care să descurajeze asemenea practici.

Fără îndoială că problematica presiunii fiscale asupra agenților economici este foarte complexă, mai ales prin efectele directe şi propagate pe care le generează. Studiul de față şi-a propus să pună în evidență o parte din preocupările din economia reală şi administrația publică pentru armonizarea şi optimizarea intereselor legate de fiscalitate.

Scanned with OKEN Scanner

4.3. IMPACTUL FACTORILOR INTERNAȚIONALI ASUPRA FINANȚELOR PUBLICE NAȚIONALE ÎN PERSPECTIVA ADERĂRII ROMÂNIEI LA UNIUNEA EUROPEANĂ

Lector drd. Nicolae LUNGU

Finanțele publice, ca şi economiile fiecărei țări nu se înscriu, de fapt, într-un cadru strict național, ci sunt supuse unor influențe internaționale complexe, fapt dovedit, de exemplu, de propagarea crizelor economice şi financiare la nivel mondial.

Sensibilitatea crescândă la mediul economico-financiar internațional a devenit, cu deosebire în ultimele două decenii, o caracteristică a finanțelor publice naționale. Alături de interdependența economică a diferitelor țări, generată de internaționalizarea crescândă a schimburilor se manifestă de asemenea şi un proces de globalizare a raporturilor financiare[1], cu atât mai vizibil în cazul statelor membre ale Uniunii Europene.

Atât politicile financiare, cât şi politicile bugetare trebuie să ia în considerare conjunctura economico-financiară internațională. Mai mult, în acest proces de globalizare, economiile şi finanțele naționale au devenit instrumente ale puterii, utilizate în raporturile conflictuale dintre state[2].

Necesitatea integrării influențelor internaționale în politicile financiare naționale, inclusiv în țara noastră, în perspectiva aderării la Uniunea Politică şi Monetară Europeană, derivă din:

I. interdependența crescândă a economiilor şi piețelor financiare;

II. încadrarea într-o politică europeană comună.

I. În ceea ce priveşte primul factor, se constată o amplificare a presiunilor economice şi financiare externe asupra finanțelor publice naționale. Deciziile de politică financiară a diferitelor state reprezintă adesea răspunsuri la asemenea influențe exterioare, mai ales în cazul economiilor puternic angajate pe piețele economice internaționale[3]. De aceea, deciziile financiare naționale sunt condiționate de politicile țărilor partenere.

Efectul influențelor externe se manifestă şi sub forma dependențelor derivând din factori monetari. Dependența este în primul rând instituțională, în cazul țărilor Uniunii Europene cuprinse într-un spațiu de solidaritate monetară, ceea ce limitează libertatea de acțiune în domeniu, iar adoptarea monedei unice amplifică această dependență. Pe de altă parte, această dependență este şi funcțională, în contextul internaționalizării fluxurilor de capitaluri. Cele mai multe

---

[1] Aguetta, M., Brender, A., Coudert, V. - ***Globalisation financière: l'aventure obligée***, Economica, Paris, 1990, p.23

[2] Bouvier, M., Esclassan, M-C., Lassale, J-P - ***Finances publiques***, 2ème edition, L.G.D.J., Paris, 1995, p.78

[3] Astfel prevederea exporturilor în P.I.B. al Franței a crescut de la 18% în 1970 la 25% în prezent, 70% din exporturile franceze fiind destinate țărilor din Uniunea Europeană

Scanned with OKEN Scanner

țări resimt efectele modificării cursurilor de schimb ale unor monede ca dolarul, yenul sau marca, atât în plan bilateral, cât şi cu celelalte țări, în virtutea rolului dominant al acestor monede pe piața internațională, iar crizele de pe piețele monetare determină reacții în lanț, influențând stabilitatea externă a tuturor monedelor.

Aceste influențe externe limitează şi libertatea de manevră a statelor naționale, afectând atât politica monetară, cât şi politica bugetară. În sinteză, cu cât moneda națională este mai fragilă şi gradul de îndatorare al statului este mai mare, cu atât este mai limitată autonomia sa bugetară.

Din punct de vedere monetar, modificarea ratei dobânzii de catre băncile centrale ține seama de schimbări ale situației economice interne[1] dar şi de raporturile cu cursurile de schimb ale altor țări, uneori chiar în contradicție cu interesele propriei economii[2]. Stabilitatea externă a unei monede naționale depinde deci şi de factori externi, ce nu pot fi controlați de guvern şi de banca centrală.

Aceeaşi situație se manifestă şi în cazul politicii bugetare, puternic influențată de factori externi. Astfel, întreprinderile, mai ales cele mari, îşi definesc strategiile - inclusiv amplasarea şi dezvoltarea activității într-o țară sau alta - în funcție de mediul economic şi financiar din diferite țări. Posibilitatea delocalizării, a "migrării" întreprinderilor, obligă fiecare stat ca prin politica sa fiscală şi bugetară să atragă întreprinderile şi să nu le oblige să se instaleze într-o altă țară. De asemenea, nivelul deficitului public şi apelul la împrumuturi externe pentru a-l acoperi imprimă constrângeri asupra libertății de acțiune a diferitelor state. Ele sunt, în măsură considerabilă, dependente de piețele financiare, şi mai ales de organismele financiare internaționale, care dețin o anumită putere de a judeca şi sancționa deciziile interne de politică bugetară.

II. Încadrarea progresivă în politica europeană comună afectează de asemenea autonomia finanțelor publice naționale. Două manifestări ale acestei influențe sunt mai semnificative:

1. Efectele coordonării politicilor economice şi financiare ale țărilor membre ale Uniunii;

2. Efectele interdependențelor între bugetul comunitar şi bugetele țărilor membre.

1. Necesitatea coordonării politicilor economice, bugetare şi monetare a fost evocată încă la formarea Comunității Economice Europene, şi devine tot mai pregnantă în condițiile unificării monetare, deoarece orice disfuncționalitate într-o țară membră este o sursă de perturbări în economia şi finanțele celorlalte țări membre.

---

[1] Astfel, creşterea taxei scontului de către germania în iulie 1992 a vizat limitarea creşterii masei monetare şi combaterea tendințelor inflaționiste legate de costurile reunificării țării

[2] Este cunoscut efectul de vase comunicante între unele monede: când cursul dolarului scade, cursul mărcii creşte - ea servind drept monedă "de refugiu" - iar cursul altor monede, în raport cu marca, se deteriorează

Scanned with OKEN Scanner

O primă cerință a acestui proces şi concomitent o primă influență asupra finantelor publice naționale, este armonizarea sistemelor fiscale ale țărilor membre şi ale celor ce vor deveni membre ale Uniunii. Problema este rezolvată, în linii generale, în ceea ce priveşte aşezarea şi perceperea taxei pe valoarea adăugată[1], dar nu şi în cazul altor venituri bugetare[2]. Se apreciază că, în prezent, în domeniul fiscal, țările comunitare se află într-o fază de convergență[3].

Pe de altă parte, instituirea din 1991 a unui sistem de supraveghere a evoluției economiei şi finanțelor țărilor membre influențează finanțele naționale ale actualilor şi viitorilor membri ai Uniunii. Indicatorii "de convergență" avuți în vedere caracterizează nivelul inflației, situația finantelor publice, situația balanței de plăți ale țărilor membre[4]. Consiliul de Miniştri al Uniunii examinează periodic aceşti indicatori, putând adresa recomandări țărilor membre. De asemenea, Tratatul de la Maastricht formulează o serie de interdicții urmărind eliminarea incompatibilităților între politicile economice naționale şi politica de stabilitate monetară a Uniunii, pe baza principiului solvabilității statelor membre. Principalele restricții sunt: prohibirea deficitelor publice excesive, interdicția finanțării prin mijloace monetare (emisiune) a deficitelor publice, interdicția fixată Uniunii de a răspunde pentru obligațiile financiare ale întreprinderilor sau persoanelor publice din țările membre.

Politicile bugetare sunt deci puternic influențate de politica europeană comună.

2. Interdependentele multiple între bugetul comunitar şi bugetele țărilor membre au şi ele un anumit impact asupra finantelor publice naționale, fiind vizibile în ambele sensuri ale fluxurilor financiare ce apr între aceste bugete.

Pe de altă parte, existența după anul 1990, a unor resurse bugetare comunitare proprii are drept consecință că o parte a resurselor financiare constituite pe teritoriu național, după reguli comune şi gestionate la nivelul Uniunii nu mai sunt supuse controlului parlamentelor naționale, atât din punct devedere al formării, cât şi al utilizării lor[5].

---

[1] Din 1992, s-a fixat nivelui normal al TVA la un minimum de 15% şi posibilitatea practicării unui nivel redus al TVA, dar nu mai puțin de 15%

[2] Astfel, prevederea din 1989 a Comisiei Europene privind unificarea impunerii dobânzilor rezultate din economisirea la bănci sau alte instituții de credit (stopajul la sursă al unui impozit de minimum 15% asupra dobânzilor plătite tuturor rezidenților comunitari) nu este acceptată de unele state, ca Anglia şi Luxemburg

[3] Bouvier M. ş.a. - op.cit., p.88

[4] Este vorba de şase indicatori: nivelul inflației, costurile salariale unitare nominale, nevoile de finanțare ale administrației publice, datoria publică, balanța plăților curente, nivelul economisirii

[5] Aceste resurse proprii pot fi grupate în resurse proprii tradiționale (prelevările agricole, inclusiv contribuția asupra zahărului şi taxele vamale de import) şi alte resurse apărute recent (TVA şi o cotă din PNB al țărilor membre, ca resursă de completare a bugetului european). Pentru structura acestor resurse şi pentru presiunea fiscală asupra statelor membre, a se vedea Coget, G. - Les

Scanned with OKEN Scanner

În sens invers, bugetul Uniunii Europene contribuie la finanțarea unor obiective naționale, determinând un anumit impact al cheltuielilor comunitare asupra finanțelor naționale. Unele dintre aceste fluxuri financiare nu constituie venituri propriu-zise ale bugetelor naționale, deoarece nu le alimentează direct, dar participă la realizarea unor obiective economice naționale, având în multe cazuri efecte importante. De exemplu, în anul 1993, cheltuielile comunitare destinate agriculturii din Franta au fost cu aproape 25% mai mari decât bugetul Ministerul Agriculturii din acel an[1]. La acestea se adaugă fluxuri financiare prin care resurse bugetare europene sunt cedate direct bugetelor naționale, servind la finanțarea, în comun cu statele membre, a unor programe de dezvoltare.

Se constată, deci, că în ultimele două decenii, s-a accentuat impactul influențelor internaționale asupra finanțelor naționale. Aceasta impune o preocupare crescândă a factorilor de decizie din România pentru luarea în considerare a acestor influențe în proiectarea şi aplicarea politicii financiare interne.

---

ressources propres communautaires, în "Revue française des Finances Publiques", nr.45/1994, p.62;66 şi Brehon N-J. - Le budget de l'Europe, L.G.D.J., Paris, 1997, p.86

[1] Bouvier, M. ş.a. - op. cit., p.85

Scanned with OKEN Scanner

4.4. FISCALITATEA LOCALĂ ÎN ȚĂRILE EUROPENE

Prof. univ. dr. Gheoghe M. VOINEA

Resursele financiare locale în țările europene sunt formate din venituri de natură fiscală, venituri din exploatare, venituri din transferuri şi împrumuturi.

Ponderea veniturilor fiscale şi a veniturilor din exploatare în total resurse financiare locale reprezintă un indicator care reflectă gradul de autonomie locală. Autonomia locală se reflectă şi prin mărimea veniturilor fiscale asupra cărora colectivitățile locale au drept de decizie. După datele din ultimii ani veniturile fiscale au deținut următoarele ponderi în total venituri locale: Austria 42%, Belgia 32%, Danemarca 48%, Finlanda 45%, Franța 52%, Germania 30%, Irlanda 16%, Italia 21%, Luxemburg 31%, Marea Britanie 14%, Portugalia 31%.

În cadrul veniturilor de natură fiscală există diferențe între țări în funcție de gradul de decizie asupra aşezării şi încasării impozitelor locale denumite "marja de decizie fiscală".

Numărul impozitelor locale este variabil. Colectivitățile locale din Danemarca, Finlanda, Irlanda, Marea Britanie percep mai puține impozite locale față de celelalte țări europene care încasează peste cinci impozite locale. De asemenea, există diferențe între țări în funcție de puterea de decizie asupra instituirii impozitelor locale.

Principalele categorii de impozite şi taxe locale sunt impozitul funciar, impozitul local asupra veniturilor persoanelor fizice şi impozitul local asupra activității economice.

IMPOZITUL FUNCIAR reprezintă cel mai frecvent venit al bugetelor locale din țările Uniunii Europene. Impozitul funciar deține în total venituri locale cca.10% în Italia, 12% în Franța, 14% în Marea Britanie, 16% în Belgia şi 17% în Irlanda.

În majoritatea țărilor Uniunii Europene impozitul funciar este datorat de proprietarii de imobile. În Franța se aplică un impozit diferențiat asupra proprietăților cu construcții şi un impozit asupra proprietăților fără construcții. În Irlanda impozitul funciar se percepe de la întreprinderile şi persoanele care dețin proprietăți imobiliare.

Din punct de vedere al asietei fiscale, obiectul impozitului îl reprezintă valoarea proprietăților sau venitul estimat a fi obținut de proprietar prin închiriere. În Marea Britanie un serviciu de stat evaluează proprietățile în vederea impozitării. Colectivitățile locale din Franța au dreptul să diferențieze taxele funciare în funcție de nevoile familiale şi sociale. În Belgia impozitul funciar este aşezat în cote adiționale percepute asupra veniturilor imobiliare.

În Germania baza de impozitare este reprezentată de valoarea forfetară care la rândul ei este dependentă de natura, de valoarea locativă sau valoarea productivă. Clasarea şi evaluarea proprietăților se efectuează de către funcționari fiscali, arhitecți şi ingineri.

Scanned with OKEN Scanner

În cadrul asietei fiscale a impozitului funciar se observă că procedurile de evaluare sunt complexe presupun o revizuire şi se diferenţiază între ţări.

IMPOZITUL LOCAL ASUPRA VENITURILOR UNOR PERSOANE FIZICE se percepe în Belgia, Danemarca, Finlanda, Spania. Acest impozit deţine 16% din veniturile locale (fără împrumuturi) în Belgia şi o pondere mai mare în Finlanda şi Danemarca.

Baza de impozitare o reprezintă veniturile care provin din salarii, solde, pensii, prestaţii sociale şi veniturile din tranzacţii cu valori mobiliare.

IMPOZITUL LOCAL ASUPRA UNOR ACTIVITĂŢI ECONOMICE reprezintă un venit ce provine din executarea unor activităţi industriale sau comerciale. Impozitul local asupra unor activităţi economice se percepe în Belgia, Franţa, Spania, Luxemburg, Portugalia, Germania. Acest impozit local deţine o pondere mai mare în bugetele locale din Franţa, Luxemburg, Portugalia şi Germania.

În asieta impozitului local asupra unor activităţi economice se aplică criteriul beneficiului (Luxemburg, Germania, Portugalia, Italia), volumul salariilor (Franţa), numărul de persoane folosite (Belgia, Spania) şi suprafaţa localului.

În Franţa şi Luxemburg se practică mecanisme de redistribuire a veniturilor provenind din această sursă pentru a atenua inegalitatea din baza de impunere a colectivităţilor locale.

Printre impozitele locale specifice ţărilor din Uniunea Europeană se pot menţiona: impozitul pe spectacole (Germania), taxa asupra băuturilor (Austria), taxa adiţională asupra vehiculelor (Belgia), taxa asupra iluminatului public, taxe pentru jocuri şi publicitate (Italia), taxe turistice, taxe poluare (Olanda), impozit asupra tranzacţiilor imobiliare, taxa pe vehicule (Portugalia).

De asemenea, se manifestă diferenţe între ţări în domeniul marjei de decizie fiscală. Colectivităţile locale din Danemarca, Finlanda, Franţa dispun de un grad de libertate de acţiune în ceea ce priveşte proporţia impozitelor locale. În Franţa, colectivităţile locale dispun de libertate mai mare în fixarea nivelului mărimii impozitelor.

În Belgia, colectivităţile locale dispun de autonomie în fixarea mărimii unor taxe locale. În Germania şi Austria marja de manevră pe plan fiscal este mai mică datorită împărţirii competenţelor între landuri şi colectivităţi locale. În Austria, comunele dispun de marja de manevră asupra impozitului funciar şi asupra taxei pe băuturi. Colectivităţile locale britanice şi portugheze au competenţe mai reduse în domeniul fixării impozitelor locale. Guvernul britanic are dreptul să plafoneze mărimea impozitului funciar iar impozitul asupra veniturilor întreprinderilor se distribuie între colectivităţi locale şi stat. Colectivităţile locale din Grecia au dreptul să stabilească mărimea taxelor de curăţenie, electrificare şi publicitate.

Colectivităţile locale din ţările europene primesc resurse fiscale prin transfer de la bugetul administraţiei centrale de stat. Veniturile din transfer deţin 30% din total venituri în Grecia, 51% Finlanda.

Scanned with OKEN Scanner

Veniturile fiscale transferate colectivităţilor locale se grupează astfel:

- impozite percepute la nivel local, asupra cărora colectivităţile locale nu au drept de decizie;
- impozite din care se transferă o parte colectivităţilor locale. În Germania se transferă la comune 15% din impozitul pe veniturile persoanelor fizice; în Portugalia se transferă la comune 37,5% din TVA, în Grecia se transferă la colectivităţile locale 20% din impozitul pe veniturile persoanelor fizice, 25% din taxa pe autovehicule;
- impozite colectate de anumite colectivităţi locale şi virate în contul altor organisme locale.

În Olanda veniturile fiscale sunt limitate la impozitul funciar şi la cote adiţionale asupra taxelor de circulaţie.

Din analiza fiscalităţii locale în ţările europene se pot desprinde direcţiile în care se fac eforturi pentru armonizarea legislaţiei fiscale locale.

Scanned with OKEN Scanner

PARTEA A V-A

MECANISMELE FINANCIARE ALE ÎNTREPRINDERII ŞI EXIGENŢELE TRANZIŢIEI LA ECONOMIA DE PIAŢĂ

- POSIBILITĂŢI DE FINANŢARE PE TERMEN LUNG DE PE PIAŢA FINANCIARĂ
- STRUCTURA FINANCIARĂ, RISCUL ŞI OPTIMIZAREA PROCESULUI DE CONSTITUIRE - UTILIZARE A CAPITALURILOR ÎNTREPRINDERII
- MUTAŢII ÎN MEDIUL ÎNTREPRINDERILOR ROMÂNEŞTI
- POLITICA FINANCIARĂ A ÎNTREPRINDERII ŞI MEDIUL ECONOMICO-SOCIAL
- DECIZIA DE INVESTIŢIE ÎN CONDIŢIILE REDUCERII IMPOZITULUI PE PROFITUL FIRMEI
- ASPECTE ALE REGLEMENTĂRII ŞI DEREGLEMENTĂRII ÎN ASIGURĂRI ŞI REASIGURĂRI
- CICLUL ECONOMIC ŞI CICLUL ACTIVITĂŢII DE ASIGURARE

Scanned with OKEN Scanner

5.1. POSIBILITĂȚI DE FINANȚARE PE TERMEN LUNG DE PE PIAȚA FINANCIARĂ

Prof. dr. Ion NEAGOE

Pentru a asigura dezvoltarea şi a creşte investițiile sale, o întreprindere are nevoie de resurse pe termen lung. Ea poate astfel să recurgă la o finanțare internă, care corespunde capacității sale de autofinanțare şi la o finanțare externă, care oferă mai multe posibilități. Ea poate să obțină împrumuturile sale pe termen lung de la bănci sau din subvenții, dar dacă această întreprindere este cotată la Bursă, ea poate proceda la creşteri de capital, sau la emiterea de obligațiuni pentru contactarea unui împrumut obligatar. Cel mai frecvent însă se apelează la piața capitalurilor, care oferă posibilități multiple de finanțare.

Piața capitalurilor permite confruntarea ofertei cu cererea de monedă şi cuprinde piața financiară şi piața monetară. Piața financiară se compune, la rândul său, din două piețe complementare: piața primară şi piața secundară.

Pe piața financiară primară se emit acțiuni şi obligațiuni, adică titluri de valoare pentru procurare de monedă (capital) pe termen lung.

Piața secundară este reprezentată de bursa de valori, care este locul de schimbare a activelor financiare, respectiv a acțiunilor şi obligațiunilor, ce s-au format pe piața primară. Principala funcție a pieței financiare secundare este de a procura monedă, de a evalua şi de a asigura mobilitatea capitalurilor.

Partenerii pieței financiare sunt, pe de o parte, întreprinderile, instituțiile financiare şi statul, care au nevoie de capital, iar pe de altă parte, deținătorii de capitaluri disponibile (economii), între care şi întreprinderile în căutare de plasament profitabil.

Plasamentul titlurilor în public se efectuează prin intermediul băncilor. Tranzacțiile au loc pe baza prețului ce se stabileşte pe piață.

Întreprinderea trebuie să efectueze o alegere judicioasă între capitaluri, iar finanțarea pe care o doreşte să fie bine adaptată naturii şi duratei operațiunilor de finantat, acesta fiind un criteriu de siguranță. Totodată, capitalurile pe care le doreşte întreprinderea trebuie să aibă un nivel cât mai mic şi să fie cât mai ieftine, pentru a îndeplini astfel şi criteriul de rentabilitate.

Prin urmare, pentru finanțarea externă, întreprinderile au la dispozitie două surse de capitaluri: piața financiară şi piața monetară, care diferă între ele prin durata pentru care se acordă resursele financiare.

Piața financiară este o piață a capitalurilor acordate pe termene lungi şi reprezintă ansamblul ofertelor şi cererilor de capitaluri pentru subscripțiile la capitalul social prin acțiuni şi subscripțiile la capitalul împrumutat pe bază de obligațiuni. Oferta provine, cu deosebire, de la agenții economici în căutare de întrebuințare îndelungată şi eficientă a capitalurilor lor disponibile.

Piața financiară este locul unde se confruntă deținătorii de capitaluri disponibile, care caută un plasament profitabil de durată şi agenții economici care au nevoie de o finantare avantajoasă pe termen lung.

Scanned with OKEN Scanner

Această piață este formată din:

- bănci şi instituții financiare specializate, care se află, în principal în calitate de intermediari, permițând întreprinderilor să lanseze în public emisiuni de acțiuni şi obligațiuni;
- bursele de valori mobiliare, cu mențiunea că ele crează posibilități ca titlurile cotate şi oferite să fie negociate. Bursele nu intervin direct în plasamentul titlurilor. în ipoteza în care deținătorul de titluri doreşte să reintre în posesia capitalului investit, le poate vinde la bursă altor persoane;
- alți intermediari, cum sunt companiile de asigurări, notarii etc.

Băncile şi celelalte instituții specializate au rolul nu numai de a plasa în public titlurile emise de către întreprinderi, ci şi de a subscrie la formarea capitalurilor acestora.

Bursele de valori mobiliare reprezintă piața financiară autentică, unde se negociază titlurile cu mențiunea că operațiunile se efectuează de specialişti (agenți de schimb) supuşi unor reguli severe, care dețin monopolul tranzacțiilor şi care trebuie să prezinte garanții solide de moralitate, să păstreze secretul profesional etc.

Bursele cuprind mai multe piețe, între care cele mai des intâlnite sunt: piața în numerar şi piața la termen.

în operațiunile cu numerar, cumpărătorii plătesc imediat în cursul aceloraşi zile, titlurile pe care le cumpără de la vânzători, iar în situația operațiunilor pe termen, plata se efectuează la sfârşitul unui interval de timp convenit între părți. în acest ultim caz nu este necesar să se depună lichidități în ziua cumpărării după cum, nu este obligatoriu să se între efectiv în posesia titlurilor de valoare în ziua în care s-au vândut.

în ultimii ani, se constată în unele țări occidentale o descreştere a emisiunii de acțiuni în favoarea obligațiunilor. Explicația acestei orientări este motivată de următoarele argumente:

- emisiunea de obligațiuni reprezintă un simplu împrumut fără a antrena modificări în componența adunării acționarilor sau în cea a consiliului de administrație;
- cei care cumpără obligațiuni nu au nici un drept de control asupra gestiunii societății;
- costul capitalurilor împrumutate poate fi mai redus în comparație cu cel al capitalului obținut prin emisiunea şi vânzarea de acțiuni, mai ales dacă se are în vedere că dobânzile sunt scutite de impozit, iar deprecierea monetară determină scăderea costului real al imprumuturilor. Astfel, deşi rata dobânzii este uneori (în cazuri de inflație ridicată) exagerat de mare, totuşi împrumutatul este în avantaj, întrucât ramburseazā creditul, în viitor, în unități monetare depreciate. Având în vedere această situație, nu trebuie omis faptul că aceia care acordă împrumutul cumpărând obligațiuni vor fi remunerați de către întreprinderile emitente la date fixe, independent de rezultate şi chiar în

Scanned with OKEN Scanner

perioade de deficite (pierderi) sau nevoi acute de autofinanțare, în timp ce acționarii sunt remunerați numai în funcție de rezultate şi de posibilitățile pe care le are societatea.

Reducerea ponderii emisiunilor de acțiuni şi creşterea ponderii emisiunii de obligațiuni determină reducerea fondurilor proprii şi drept consecință are loc o reducere a independenței şi autonomiei financiare a întreprinderii.

Apelul la capital în politicile de finanțare prezintă două caracteristici, unul rezidual şi altul conjunctural, resimțite şi confirmate ca atare de către piața financiară. Caracterul rezidual de finanțare al capitalului constă în următoarele motivații. A mări capitalul înseamna în acelaşi timp să se ceară acționarilor să se angajeze mai mult (creşterea riscului) şi să împartă rentabilitatea cu noii veniți. Apoi este mai dificil de a cere acționarilor să se angajeze în perioade de inflație pentru a finanța active care vor fi amortizate, decât la împrmutători, care pot beneficia de o remunerație mai puțin riscantă. Capitalul este considerat ca un mod de finanțare costisitor, aceasta fiind agravată prin obligațiile fiscale, avându-se în vedere şi faptul că remunerația acționarilor nu este considerată ca o cheltuială deductibilă. Anumiți directori financiari au tendința să considere distribuția de dividende ca mergând împotriva autofinanțării lor; aceasta nefiind fără pericol întrucât apelul la capitalurile proprii este indisolubil legată de o politică de distribuție a rezultatelor.

Mărirea capitalului prezintă în mod egal un caracter conjunctural. Societățile comerciale trebuie să stăpânească momentul când ea va avea loc: ele trebuie să fie capabile să poată întârzia, sau avansa data de emisie a noilor lor acțiuni. Întreprinderea este obligată să informeze regulat piața asupra activităților sale şi a rezultatelor.

O mărire a capitalului trebuie să fie decisă în adunarea generală extraordinară (modificarea statutelor societății, trebuie să fie aprobată de cel puțin 2/3 din acționari). Plecând de la aceasta decizie întreprinderea va trebui să o realizeze într-o perioadă de timp determinată (2-3-5 ani). Mărirea de capital nu poate fi realizată decât în condițiile în care capitalul vechi este total liberat şi după publicațiile legale cerute, condiții ce sunt verificate de către organele de conducere bursiere.

Mărirea capitalului prin emiterea de acțiuni este însoțită de un cost al acestei operațiuni şi de obligațiile viitoare de remunerare a acționarilor. Deținerea unei acțiuni oferă mai multe drepturi şi anume: drept pe profit, pe dividende, pe lichidarea activului şi pe informație. Pentru a determina rentabilitatea explicită a unei acțiuni pentru un investitor (cost pentru întreprindere) trebuie să se poată compara veniturile percepute cu suma investită. Acest raționament trebuie avut în vedere în permanență, iar consecințele unei creşteri de capital prin emiterea de noi acțiuni se cer a fi privite din acest unghi.

O primă apropiere de costul explicit poate fi furnizată de raportul profit/capitalizare. Aceasta permite însă să se sesizeze numai dividendele. Într-adevăr, rezervele constituite în timp, trebuie să fie considerate ca profituri

Scanned with OKEN Scanner

reinvestite ce aparţin acţionarilor care acceptă de a le menţine în întreprindere fiind o formă indirectă de mărire a capitalului. Prin capitalizare se reţine variabila "curs bursier" care este o sancţiune a pieţelor financiare pe capacităţile întreprinderii de a suporta o remuneratie corectă.

În momentul unei majorări de capital, întreprinderea va trebui să fie capabilă să amortizeze acest cost, care reprezintă remuneraţia investitorului, ca şi consecinţele operaţiei de realizat.

Anticiparea creşterii unei întreprinderi şi a modificărilor de comportament ale pieţei nu este un lucru comod şi aceasta în situaţia existenţei de modele econometrice încă prea centrate pe dividende. Importanta dividendelor în analiza costului unei măriri de capital nu mai trebuie demonstrată. Într-adevăr, dacă întreprinderea decide să nu modifice procentul de remuneratie al capitalului, orice mărire a acestuia din urmă se va concretiza într-o crestere importantă a volumului (masei) dividendelor. Ori, această sporire de distribuţie poate fi greu evitată, sub ameninţarea unei căderi a cursului bursier consecutiv cu efectul de scădere a rentabilităţii anticipate, care coincide în primii ani cu punerea în funcţiune şi rodajul investiţiilor realizate. Emitenţii de decizii din întreprindere trebuie deci să fie răspunzători de toate elementele care pot influenţa rentabilitatea aşteptată pe piaţă. Dacă aceasta din urmă va fi satisfăcătoare, valoarea financiară a întreprinderii va fi în creştere şi mărirea de capital se va desfăşura în condiţii excelente.

în evoluţia societăţilor comerciale apar frecvent **nevoi suplimentare de capital** determinate de dezvoltarea acestora (investiţii şi modernizări), de necesitatea reconstituirii fomdurilor proprii generată de acoperirea unor pierderi, de insuficienţa capitalurilor proprii (ca garanţie pentru obligaţiile pe care le au acestea faţă de terţi) etc. în asemenea situaţii, întreprinderea poate solicita de la acţionarii săi, precum şi de la alte persoane fizice sau juridice, noi contribuţii (aporturi) ceea ce dă naştere la o majorare de capital. Pentru a consimte la acest efort întreprinderea acordă unele **drepturi de subscripţie şi atribuire** vechilor acţionari sau asociaţi.

Majorarea de capital poate îmbrăca forme diferite şi anume:

- aporturi noi în numerar şi în natură; încorporarea de rezerve; convertirea creanţelor; fuziune şi absorbţie.

Majorarea de capital prin emiterea de noi acţiuni se poate realiza concomitent cu cea de încorporare a rezervelor.

Analizând formele de creştere a capitalului unei întreprinderi rezultă că numai majorarea capitalului în numerar este o operaţiune de finanţare directă, întrucât aduce întreprinderii noi lichidităţi. Aportul în natură, precum şi majorarea ce rezultă din fuziune sau absorbţie sunt operaţiuni indirecte de finanţare. Nici convertirea creanţelor nu reprezintă o operaţiune directă de finanţare, având ca efect modificarea structurii financiare a intreprinderii şi transformarea unei datorii în capital neexigibil şi nu crearea de noi lichidităţi.

Scanned with OKEN Scanner

Majorările de capital prin aporturi noi în numerar se pot realiza prin două soluții de tehnică financiară[1]:

- aport de numerar numai de la acționarii vechi, caz în care se procedează la o majorare a valorii nominale a acțiunilor deja existente. Această soluție este greu de aplicat deoarece nu toți acționarii consimt să-şi aducă aportul la majorarea de capital;
- emiterea de noi acțiuni la care să poată subscrie atât vechii acționari cât şi alții noi. Această soluție este mai des practicată, impunând fixarea prețului de emisie, ocrotirea actionarilor vechi, plasarea actiunilor etc.

Emiterea de acțiuni noi determină diluarea capitalului pe acționar, a profitului pe acțiune şi diluarea puterii exercitate de acționari.

Pentru a spori capitalul prin cea de a doua soluție, societatea trebuie să emită un număr de acțiuni noi (N') egal cu raportul dintre creşterea de capital şi prețul de emisiune (E).

Capitalizarea bursieră, înainte de operațiune este egală cu numărul de acțiuni vechi (N) de înmulțit cu prețul (cursul) la bursă al actiunii vechi (P), respectiv N x P. După emiterea noilor acțiuni, capitalizarea bursieră devine: NxP + N'xE

în aceste condiții, o acțiune va valora:

$$\frac{N \cdot P + N' \cdot E}{N + N'}$$

Valoarea acestei acțiuni este mai mică decât cursul (prețul) la bursă, astfel că apare o diferență între acestea, egală cu:

$$P - \frac{N \cdot P + N' \cdot E}{N + N'}$$

în aceste condiții, vechiul acționar va pierde teoretic această diferență pentru fiecare titlu (acțiune), deci îşi va dilua capitalul (bogăția). Ca urmare legislatorul acordă actionarilor vechi un **drept preferențial de subscripție** asupra actiunilor noi egal cu diferența (pierderea) arătată în relația anterioară. Numai acționarii vechi sunt autorizați să achiziționeze acțiunile noi la prețul de emisiune şi numai într-un număr proporțional cu titlurile pe care le dețin deja. O actiune nouă poate fi procurată de către acționarul vechi la prețul de emisie dacă acesta dispune de un număr de titluri vechi calculat pe baza raportului: N/N'.

Noul acționar, pentru a putea achiziționa o acțiune nouă, trebuie să cumpere mai întâi un anumit număr de drepturi preferențiale de subscripție de la acționarii vechi care este egal cu raportul menționat (N/N'), după care plăteşte şi prețul de emisie. Noul acționar plăteşte de fapt prețul de emisie plus un anumit număr de drepturi preferențiale pentru a deține o acțiune. Relația de calcul a dreptului de subscripție (Ds) este următoarea:

---

[1] Bistriceanu Gh.D., Adochiței M. şi Negrea E., **Finanțele agenților economici**, E.D.P., R.A., Bucureşti, 1995, p.101.

Scanned with OKEN Scanner

$$D_s = \frac{N' x (P - E)}{N + N'},$$

sau:

$$D_s = P - \frac{NxP + N'xE}{N + N'}$$

Vechiul acționar poate să subscrie la numărul de titluri corespunzător, sau să vândă drepturile de subscripție, astfel că nu pierde şi nu câştigă nimic.

Emiterea de noi acțiuni atrage noi asociați sau acționari, cu care cei vechi urmează să-şi împartă profitul şi puterea, motiv pentru care întreprinderile ezită să folosească această cale. Acțiunile dau o serie de drepturi acționarilor, între care şi cel preferențial de subscriere, întrucât împreună cu fondatorii societății au susținut eforturile acesteia, au suportat eventualele pierderi anterioare etc. în perioada exercițiilor anterioare, societatea şi-a constituit şi o serie de rezerve, la care noii acționari nu şi-au adus contribuția, astfel că apare un argument în plus pentru asigurarea dreptului preferențial acționarului vechi.

Dreptul preferențial pentru vechii acționari se atribuie prin hotărârea adunării generale a acționarilor, care poate decide să nu-l acorde, în ipoteza în care prețul de emisie cerut pentru noile acțiuni depăşeşte mult valoarea nominală a acestora. Dreptul preferențial de subscriere la noile acțiuni se prezintă sub forma unui cupon sau bon pe care se înscrie "drept de subscriere".

în ipoteza în care vechii acționari nu-şi exercită dreptul de subscriere, ei pot să le vândă. Acestea fac obiectul unor cotații la bursă, iar cursul lor depinde de raportul dintre cerere şi ofertă. Raportul dintre cererea şi oferta de drepturi de subscriere este influențat, în general, de următorii factori:

- prețul de emisiune, a cărui limită inferioară este valoarea nominală, iar a celei superioare este cursul la bursă;
- prețul (cursul) la bursă al acțiunilor vechi, cu mențiunea că, cu cât diferența dintre acesta şi prețul de emisiune al noilor actiuni este mai mare, cu atât mai mare va fi şi cursul dreptului de subscriere;
- raportul de subscriere, respectiv câte acțiuni vechi trebuie să posezi pentru a achiziționa una nouă;
- situația generală de pe piața capitalurilor şi tendința burseieră, cu precizarea că existența unor lichidități mari pe piața capitalurilor şi manifestarea unei tendințe bursiere în creştere vor influența în sensul sporirii cererii de acțiuni şi invers;
- modul de impunere a sumei obținute din vânzarea drepturilor de subscriere, întrucât dacă această sumă este considerată un venit, impozitul este mai redus decât atunci când ea apare ca un câştig de capital.

Diluarea profitului pe acțiune apare în situația în care acesta nu creşte proporțional cu numărul de titluri emise.

Scanned with OKEN Scanner

Diluarea puterii are loc în condițiile în care acționarii vechi nu pot cumpăra noi acțiuni, ceea ce echivalează cu diminuarea controlului asupra societății.

Majorarea de capital prin încorporarea rezervelor este o operațiune fără fluxuri financiare, neaducând resurse financiare noi. în momentul înființării societății, capitalul social este egal cu produsul dintre valoarea nominală a unei acțiuni şi numărul acestora. în timpul derulării activității din profitul realizat se creează o serie de rezerve. Când aceste rezerve devin importante, întreprinderea procedează la încorporarea lor în capitalul social, astfel fie că emite noi acțiuni care se împart gratuit acționarilor vechi, fie că sporeşte valoarea nominală a acțiunilor. Se calculează şi în această ipoteză capitalizarea bursieră înainte şi după emisiune şi se stabileşte apoi valoarea unei actiuni după încorporare. Diferența dintre valoarea unei actiuni la bursă şi valoarea acesteia de după emisiune reprezintă, de fapt, valoarea dreptului de atribuire, care este egal cu pierderea pe care o suferă actionarul prin emisiunea de noi acțiuni. Valoarea dreptului de atribuire se fixează pornind de la dreptul de subscripție, în care prețul de emisiune are valoarea zero. Relația de calcul a valorii dreptului de atribuire este următoarea:

$$D_a = \frac{N' x P}{N' + N}$$

Prin distribuirea de acțiuni gratuite, capitalul acționarilor rămâne neschimbat, ceea ce se modifică este numărul de titluri, care sporind, face ca bogăția să fie repartizată pe mai multe acțiuni. Acționarii speră ca prețul (cursul) la bursă al actiunilor să rămână acelaşi, ceea ce are ca efect o îmbogățire. Acționarii nu riscă reducerea profitului, ci numai repartizarea acestuia pe un număr mai mare de acțiuni. Puterea şi controlul acționarilor asupra societății se consolidează ca efect al deținerii unui număr mai mare de titluri.

Nevoile de capital pe termen lung ale unei societăți comerciale se pot satisface atât pe calea emiterii de acțiuni, cât şi prin **emiterea de obligațiuni**. Emisiunea de obligațiuni asigură fonduri împrumutate, generând totodată cheltuieli pentru plata dobânzilor şi rambursarea împrumuturilor. Cheltuielile se vor acoperi din rezultatele financiare pozitive obținute prin utilizarea eficientă a sumelor obținute prin vânzarea obligațiunilor.

împrumuturile obligatare sunt o formă deosebită a creditului pe termen lung, caracterizându-se prin emisiunea în public de obligațiuni (titluri negociabile). Valoarea fiecărei obligațiuni reprezintă o parte a datoriei contractate de întreprinderi. Această formă de procurare a resurselor de finanțare pe termen lung este mai des folosită decât emiterea de acțiuni, deoarece nu modifică raportul de forțe în adunarea generală şi nu determină diluarea bogăției şi a dividendelor acționarilor sau asociațiilor.

Obligațiunea se caracterizează prin următoarele elemente:

- valoarea ei nominală, care serveşte drept bază de calcul a dobânzii;

Scanned with OKEN Scanner

- o rată de dobândă, care aplicată la valoarea nominală dă suma cuponului, adică a dobânzilor ce se vor plăti anual;
- preţul de emisiune, care poate fi mai mic decât valoarea nominală (diferenţa fiind numită primă de emisiune);
- preţul de rambursare, care poate fi mai mare decât valoarea nominală (diferenţa fiind prima de rambursare).

Având în vedere aceste elemente, întreprinderea se poate găsi în situaţia de a primi o sumă mai mică decât cea pentru care se plăteşte o dobândă şi de a rambursa o sumă mai mare decât valoarea nominală. Rata dobânzii reale este mai mare decât cea calculată la valoarea nominală. Termenul împrumutului este stabilit prin contract, dar durata de viaţă a fiecărei obligaţiuni nu este precizată, întrucât rambursarea se poate face, atunci când se prevede o astfel de modalitate, prin tragere la sorţi. Rambursarea se efectuează, de cele mai multe ori, prin anuităţi constante. Obligaţiunile emise de întreprinderile cotate la bursă se negociază tot la bursă.

Societatea emitentă poate să răscumpere obligaţiunile la bursă la un preţ ce poate fi inferior valorii de rambursare, diminuându-şi datoria înainte de scadenţa împrumutului.

Garanţia împrumutului obligatar este dată de un angajament al societăţii emitente. în practica financiară există diverse forme de împrumuturi pe bază de obligaţiuni, cărora le sunt proprii modalităţi specifice.

Spre deosebire de acţionari care sunt coproprietari, deţinătorii de obligaţiuni nu posedă decât un drept de creanţă asupra întreprinderii.

Succesul unui împrumut pe bază de obligaţiuni depinde de o serie de factori şi anume:
conjunctura economico-financiară generală; randamentul şi durata împrumutului; prestigiul (notorietatea) întreprinderii.

Prestigiul întreprinderii este legat, în special, de dimensiunea şi eficienţa activităţii firmei. Posesorii de economii sunt dispuşi să investească în întreprinderi mari şi eficiente, deoarece întâmpină mai puţine riscuri. Motivului de securitate i se adaugă şi cel de lichiditate, deoarece posesorii de economii preferă să-şi investească banii disponibili în titluri negociabile la bursă, avantaj care nu este oferit de întreprinderile mici, care de regulă nu sunt cotate la bursă. întreprinderile mici şi mijlocii care au nevoie de împrumuturi pe termen lung, pot să şi le procure de la bănci sau organisme specializate, ele neputând recurge la împrumuturi obligatare.

Particularitatea împrumutului obligatar constă în aceea că întreprinderea face apel la economia publică, astfel că primeşte finanţare de la un ansamblu de persoane fizice şi juridice şi nu de la o instituţie financiară anume. Datoria întreprinderii se materializează în totalitatea obligaţiunilor emise şi cumpărate. Dacă posesorul obligaţiunii doreşte să-şi recapete banii investiţi înainte de data prevăzută a rambursării, el poate să-şi vândă titlul la bursă, de regulă, la un preţ inferior valorii nominale.

Scanned with OKEN Scanner

Obligațiunile nu conferă posesorului nici o putere de decizie în întreprindere şi nu-i permite acestuia să beneficieze de creşterea societății, aşa cum se petrec lucrurile în cazul asociațiilor sau acționarilor.

Un împrumut obligatar se mai caracterizează prin valoarea sa de emisiune, plata dobânzii, graficul de amortizare sau rambursare şi prețul de rambursare.

Pentru fiecare obligațiune deținută, posesorul încasează un venit anual, prilej cu care i se detaşează din aceasta un cupon care dă dreptul la plata dobânzii. împrumutul este amortizat conform graficului calendaristic înscris în obligațiune. Un avantaj pentru posesorul de obligațiuni constă în faptul că rambursarea împrumutului se efectuează la valoarea nominală sau la un preț mai mare.

în practica financiară a țărilor cu economie concurențială se utilizează mai multe tipuri de obligațiuni şi anume:

- obligațiuni simple sau clasice;
- obligațiuni indexate;
- obligațiuni participative;
- obligațiuni convertibile în acțiuni.

Pe lângă acestea se mai practică **împrumuturile obligatare grupate sau colective** şi **Euro-obligațiunile.**

Obligațiunile simple sau clasice. Atunci când se lansează un împrumut pe bază de obligațiuni, întreprinderea emitentă remite fiecărui împrumutător un număr de titluri (obligațiuni) în schimbul sumelor care-i sunt împrumutate. Obligațiunile se emit pe termen. Valoarea nominală a obligațiunii este, de regulă, la nivelul prețului de emisiune.

Obligațiunile indexate sau cu venit variabil.

Aceste obligațiuni permit subscriitorilor de a se apăra contra efectelor creşterii prețurilor prin menținerea puterii de cumpărare a obligațiunilor, întrucât se prevede ca valoarea lor - şi uneori dobânda şi prima de rambursare - vor varia în funcție de un indice monetar sau nemonetar şi in limitele unui plafon. Corespunzător, emitentul îşi asumă riscul unei creşteri de prețuri, compensația fiind suportată de către întreprindere, adică de acționari.

Obligațiunile participative reprezintă o variantă a obligațiunilor indexate, o imbinare între acțiuni şi obligațiuni clasice. Astfel de titluri comportă o dobândă fixă, care se majorează cu o dobândă suplimentară în funcție de rezultatele financiare ale întreprinderii şi o primă de rambursare minimă. Pentru emitent avantajul acestui tip de obligațiuni constă în faptul că remunerația acordată nu creşte decât în măsura in care rezultatele financiare îi permit.

Obligațiunile convertibile în acțiuni. Aceste obligațiuni se caracterizează prin dreptul pe care îl dau posesorilor de a-şi transforma creanțele după amortizare, în acțiuni, ceea ce se poate realiza în cadrul unei anumite perioade.

Posesorii de obligațiuni convertibile în acțiuni sunt avantajați prin aceea că au garantia rambursării minime (valoarea nominală) însoțită de posibilitatea de a

Scanned with OKEN Scanner

realiza un important câştig, deoarece valoarea reală a acestor obligaţiuni urmează îndeaproape valoarea acţiunilor şi poate atinge niveluri mult mai mari decât cea nominală.

Obligaţiunile convertibile sunt preferabile celor clasice sau simple deoarece oferă şansa să se beneficieze de creşterea economică a întreprinderii. Ele sunt preferabile acţiunilor întrucât oferă siguranţa împotriva scăderii cursului acestora, iar în ipoteza că nu este convertită rămâne o obligaţiune simplă aducătoare de cupoane anuale constante.

Emitentul de obligaţiuni convertibile poate efectua operaţiuni de emitere la o dobândă mai mică decât a unei obligaţiuni clasice tocmai pentru clauza de convertibilitate, care asigură un venit superior faţă de cupoane.

Pentru întreprindere, emisiunea de obligaţiuni convertibile constituie o majorare amânată de capital.

împrumuturi obligatare grupate sau colective. Asemenea împrumuturi se acordă de anumite instituţii financiare create special în folosul unui grup de întreprinderi. Instituţiile financiare permit, mai ales, întreprinderilor mici să penetreze pe piaţa financiară şi să obţină condiţii de împrumut favorabile (perioade mari de utilizare a împrumuturilor, rate mici de rambursare etc.).

Euro-obligaţiunile. Creditele internaţionale iau în mare măsură forma euro-obligaţiunilor, adică a titlurilor plasate în afara ţării în devize. La asemenea împrumuturi apelează, cu deosebire, societăţile multinaţionale. Ele nu diferă, în general, de împrumuturile realizate prin emiterea de obligaţiuni simple, convertibile sau indexate. Plasarea euro-obligaţiunilor se efectuează prin intermediul unor uniuni sau grupuri bancare internaţionale. Emisiunea acestor titluri având caracter internaţional, ele nu sunt legate de o anumită piaţă. Obligaţiunile se pot cumpăra de către deţinătorii de capitaluri disponibile care domiciliază în diferite ţări.

în vederea echilibrării balanţelor de plăţi externe, statele încurajează întreprinderile să se împrumute de pe aceste pieţe.

Pe piaţa financiară a obligaţiunilor, datorită incertitudinii şi riscului pentru veniturile viitoare, au apărut o multitudine de tipuri de obligaţiuni cu caracteristici diferite care au rolul de a micşora cât mai mult riscurile. Pe lângă obligaţiunile amintite mai circulă şi următoarele tipuri: obligaţiuni cu fond de amortizare, obligaţiuni asimilabile, obligaţiuni cu cupon zero, obligaţiuni perpetue, obligaţiuni speciale cu cupon de reinvestire.

Obligaţiunile asimilabile sunt emise de stat sau organisme guvernamentale şi se caracterizează prin faptul că în termenul legal al împrumutului se pot emite alte obligaţiuni, cu aceleaşi caracteristici ca cele precedente. Noile obligaţiuni sunt asimilate cu primele, numai că termenul de scadenţă este prelungit.

Obligaţiunile perpetue sau cu durată nedeterminată se emit de întreprinderi din sectorul public sau de bănci. Ele reprezintă plasamente sigure şi

Scanned with OKEN Scanner

bine remunerate astfel că investitorii nu sunt interesați în rambursarea obligațiunilor.

Obligațiunile speciale cu cupon de reinvestire permit deținătorilor să reinvestească cupoanele anuale în obligațiuni cu aceleaşi caracteristici ca şi cele de origine. Posibilitatea reinvestirii este privită ca o favoare sau o răsplată pentru vechii obligatari, care văd în societatea respectivă un foarte bun plasament.

Din motive cum sunt cele referitoare la un acces mai greu pe piața financiară sau că sumele de care au nevoie întreprinderile nu justifică recurgerea directă la această piață, precum şi din alte cauze, este necesar să se creeze instituții de împrumuturi destinate să lărgească sfera izvoarelor de formare a fondurilor. Datorită faptului că organismele specializate (băncile comerciale) acordă împrumuturi preponderent pe termen mediu şi scurt, statul a preluat în multe țări operațiunile de creditare pe termen lung înființând o serie de instituții finnciare specializate.

Când statul este interesat să intervină direct în orientarea investitiilor diverşilor agenți economici, facilitează accesul acestora la surse obişnuite de capital sau împrumuturi din fondurile sale proprii dacă investițiile sunt de dorit pentru interesul general. Aceste investiții privesc creşterea economică în unele sectoare, creşterea productivității, pentru realizarea unor obiective în zone izolate mai puțin dezvoltate din punct de vedere economic etc.

Dacă împrumutul se realizează din fondurile publice statul poate crea facilități pentru împrumutați sub forma unor subvenții pentru echipamente speciale pentru locuri izolate şi cu condiții grele, uşurarea fiscalității, indemnizații de izolare etc. Dacă împrumutul se efectuează de la diverse organisme financiare specializate facilitățile oferite de stat se pot materializa în compensarea parțială a costului împrumutului, garantarea împrumuturilor efectuate de întreprinzători etc.

Facilitățile şi caracteristicile menționate fac ca aceste imprumuturi să fie mai lejere, mai uşor de suportat decât împrumuturile bancare.

Instituțiile financiare specializate joacă un rol important de intermediari între piața financiară şi întreprinderi. Acestea se împrumută de pe piața financiară şi, la rândul lor, împrumută întreprinderile mici şi mijlocii, dirijând resursele către diverse sectoare prioritare.

Instituțiile financiare sunt controlate de către stat pentru a se realiza obiectivele economice şi sociale propuse. Ele acordă credite direct sau intervin prin credit pe termen mijlociu mobilizabil. Rata dobânzii este mai scăzută decât nivelul atins pe piața financiară, durata creditului mai lungă (10-15 ani), la care adăugându-se unele facilități fiscale ca exonerări sau reduceri şi amânări de taxe sau impozite, rezultă un credit avantajos, un ajutor financiar indirect pentru favorizarea dezvoltării regionale sau îmbunătățirea structurii industriei etc.

Scanned with OKEN Scanner

în economia franceză funcționează următoarele organisme specializate, care îndeplinesc acest rol: Creditul Național, Creditul Agricol, Creditul Financiar, Casa Centrală a Creditului Hotelier, Comercial şi Industrial etc.

Şi băncile pot interveni, sub diverse forme, în acordarea de împrumuturi pe termen lung.

Întreprinderile pot beneficia mai lesnicios de evantaiul de posibilități de procurare de capitaluri de pe piața financiară dacă sunt cotate la Bursă. Introducerea unei societăți la Bursă impune realizarea unor indicatori de performanță economico-financiară. În cazul cotării la Bursă are loc o lărgire a surselor de finanțare pe termen lung, atât ca tip cât şi în suma fluxurilor cerute. Dacă întreprinderea este admisă, va putea ameliora potențialul său de creştere prin sprijinul primit de pe piața financiară. Ca urmare a introducerii la Bursă are loc şi ameliorarea imaginii de marcă a întreprinderii, precum şi a notorietății sale. A fi cotată, conferă un plus şi permite de a fi prezentă, gratuit, pe un anumit număr de medii economico-financiare, ceea ce nu este fără consecințe în plan comercial.

Odată decizia de introducere luată de către acționari, este obligatoriu de a se asigura sprijinul logistic şi financiar al unei bănci, care prin serviciile sale vor sfătui întreprinderea asupra operațiilor de realizat, asupra informațiilor de difuzat şi asupra implicațiilor financiare.

Alegerea datei de introducere nu este fără importanță, este mai bine să ai de-a face cu o piață receptivă şi dinamică decât cu o situație recesivă.

În ziua de introducere, problema majoră de rezolvat este aceea a fixării cursului. Mai întâi, va trebui propus un preț de ofertă. Acesta din urmă poate fi obiectul unei opoziții între vânzători, care caută o plusvaloare pe termen scurt şi banca introducătoare, care doreşte să atragă economiile şi să permită titlului să aibă un curs crescător. Față de prețul de ofertă piața va reacționa. Reacțiile sale nu sunt numai în funcție de prețul de ofertă, dar şi de propriile sale caracteristici, de calitatea informațiilor difuzate şi de imaginea şi încrederea pe care o are în societate.

Datorită avantajelor pe care le au întreprinderile cotate la Bursă, s-a născut o reală emulație între ele pentru a fi performante şi eficiente, în vederea asigurării creşterii şi evoluției lor pozitive.

Scanned with OKEN Scanner

5.2. STRUCTURA FINANCIARĂ, RISCUL ŞI OPTIMIZAREA PROCESULUI DE CONSTITUIRE ŞI UTILIZARE A CAPITALURILOR ÎNTREPRINDERII

Lector drd. Dumitru BUCĂTARU

Între structura financiară şi eficientizarea proceselor de constituire şi utilizare a capitalurilor întreprinderii există o dependenţă directă. În constituirea fondurilor pentru investiţii, eficienţa este urmărită prin stabilirea unei mărimi optime a acestora faţă de rezultatele obtenabile. Acest proces se face utilizându-se diverse criterii precum, al rentabilităţii, al lichidităţii sau al riscului. Prin utilizarea capitalurilor la nivelul astfel proiectat, pe destinaţiile prevăzute, se obţine surplusul monetar. Mărimea surplusului monetar este o consecinţă a modului de dimensionare atât a efortului (mărimii capitalurilor) cât şi a efectelor estimate, fiind o expresie a eficienţei procesului de constituire şi de utilizare a fondurilor de investiţii.

Aprecierile privind eficienţa procesului amintit sunt incomplete dacă nu se are în vedere relaţia care trebuie să existe între mărimea surplusului monetar şi a destinaţiilor care urmează să fie acoperite din acesta. În primul rând, surplusul monetar trebuie să acopere integral costul capitalurilor folosite în investiţii. Această cerinţă este minimă deoarece protejează întreprinderea de procesul de decapitalizare sau chiar de faliment. Însă, pentru realizarea obiectivului managementului financiar, respectiv creşterea valorii de piaţă a întreprinderii, este necesară consolidarea poziţiei firmei pe piaţa concurenţială, lucru posibil prin investiţiile bine fundamentate.

Înfăptuirea investiţiilor presupune existenţa resurselor posibil de mobilizat în acest scop. Capacitatea întreprinderii de realizare a investiţiilor depinde de mărimea reurselor proprii precum şi a celor împrumutate. Capacitatea de autofinanţare a întreprinderii determină şi capacitatea de împrumut a acesteia. Dimensiunea capacităţii de autofinanţare este influenţată atât de mărimea surplusului monetar cât şi de amploarea destinaţiilor ce vizează remunerarea capitalurilor.

Dacă maximizarea surplusului monetar presupune selectarea proiectelor de investiţii cu randamente maxime, atunci diminuarea cheltuielilor cu remunerarea capitalurilor priveşte minimizarea costului acestora. Minimizarea costului capitalurilor se realizează în procesul de constituire a fondurilor întreprinderii pentru investiţii, prin optimizarea structurii financiare.

Structura financiară a întreprinderii reprezintă o compoziţie "complexă şi coordonată a diverselor surse de finanţare la care managementul financiar recurge pentru a acoperi necesarul de finanţat"[1].

Structura financiară ce rezultă din ansamblul strategiilor financiare ale întreprinderii, se fundamentează pe premise ce se condiţionează în mod reciproc,

---

[1] Neagoe Ion - *Finanţele Întreprinderii*, Editura Ankarom, Iaşi, 1997, p. 104

Scanned with OKEN Scanner

atât din punct de vedere cantitativ cât şi calitativ şi poate fi optimizată, atâta timp cât ea poate fi programată. Ea reflectă compoziția capitalurilor întreprinderii.

Realizarea ponderii optime a datoriilor şi a fondurilor (capitalurilor) proprii pentru un proiect de investiții, este mai dificilă având în vedere că întreprinderea are deja o anumită proporție a celor două componente în totalul capitalurilor sale permanente.

Când un proiect este finanțat în aceleaşi proporții ca şi întreprinderea, sau când este finanțat diferit, dar valoarea investițiilor în active fixe este nesemnificativă în valoarea totală a afacerii, se poate estima că acest proiect are acelaşi risc ca şi întreprinderea în ansamblu. De asemenenea, când randamentul proiectului nu este nici mai mult, nici mai puțin fluctuant sau aleatoriu decât randamentul activităților sale, se estimează că, proiectul are acelaşi risc economic ca şi întreprinderea în ansamblu. În această ipoteză a riscului financiar şi economic, costul capitalului unui proiect este costul marginal al resurselor de finanțare, ponderate cu structura capitalurilor permanente ale întreprinderii. Bilanțul furnizează o primă estimare a nivelelor îndatorării şi capitalului propriu.

Este necesară luarea în considerare a două aspecte. Pe de o parte, capitalul propriu şi îndatorarea sunt estimate în bilanț la valoarea contabilă, or este necesară o referire la reprezentările pieței. În stabilirea costurilor interesează valoarea capitalurilor proprii care suportă riscul economic al firmei. Din punctul de vedere al acționarilor, capitalul investit este estimat nu prin situația netă contabilă, ci prin valoarea de piață a acțiunilor. Capitalizarea bursieră constituie cea mai bună evaluare a capitalului propriu, care suportă în fapt toate riscurile întreprinderii. Datoria se estimează la valoarea de piață, actualizând fluxurile viitoare de plată cu rata curentă a dobânzii. Valoarea rezultată este ajustată cu efectul fiscal.

Pe de altă parte, trebuie evaluat dacă ultima structură a capitalului (după efectuarea primului corectiv) este structura optimă, sau "ținta" propusă de întreprindere pe termenul mediu.

Dacă firma anticipează că modul de finanțare a proiectelor sale de investiții modifică structura capitalului permanent, costul marginal al fiecărei componente a fondurilor trebuie multiplicat cu noua pondere. Se înțelege că ipoteza riscului financiar şi economic al proiectului, similare cu cele ale firmei, în ansamblu, îşi menține valabilitatea.

În această situație, optimizarea structurii financiare impune un calcul prealabil: determinarea compoziției capitalurilor întreprinderii utilizate de aceasta în derularea investițiilor în active fixe aflate în curs. Cu acest prilej se calculează şi cheltuielile ocazionate de eventuala creştere a fiecărei surse de finanțare. Pe baza acestor informații, costul marginal ponderat al capitalului pentru anul următor se determină astfel:

- se estimează costul fiecărei componente: împrumuturi, acțiuni preferențiale, acțiuni obişnuite şi autofinanțare;
- costul capitalului împrumutat (K_i),

Scanned with OKEN Scanner

$K_i = K_d(1-T)$, unde:

K_d este costul datoriei costul acțiunilor preferențiale;

- se estimează costul capitalului propriu (al autofinanțării sau profitului obținut precum şi cel al emisiunii de noi acțiuni) în una din ipotezele aplicabile firmei (Kcp);

- se estimează costul marginal pentru fiecare componentă a capitalului sporit suplimentar.

Firma trebuie să crească capitalurile în proporție cu structura "țintă", prima dată utilizându-se sursele cu cel mai redus cost. Când aceste surse se epuizează, firma trebuie să ia în considerare sursele cu cost mai ridicat.

Deoarece structura "țintă" a capitalului permanent conține o anumită pondere a datoriei, finanțarea totală (X) pe care o suportă aceasta (fără a-şi modifica costul) este dată de raportul între împrumutul deja existent, cu un cost redus şi ponderea sa în structura capitalului:

$$X = \frac{\textit{Valoarea imprumutului contractat, cu cost redus}}{\textit{Ponderea imprumutului in structura capitalului}}$$

Dincolo de acest rezultat, costul marginal ponderat al capitalului creşte, deoarece se utilizează o datorie cu un cost marginal mai mare chiar decât al celorlalte surse posibile de folosit de firmă. În acest caz, primul "prag de finanțare" este definit de valoare creditului accesibil cu un cost scăzut. Continuând raționamentul, firma poate folosi împrumutul cu un cost mai ridicat, acțiuni preferențiale, profituri pe rezerve. Finanțarea totală ce poate fi susținută cu profitul rămas disponibil (Y) este determinată cu ajutorul relației:

$$Y = \frac{\Delta P_r}{\frac{C_p}{C_p + D}} = \frac{\Delta P_r (C_p + D)}{C_p}, \text{ unde:}$$

ΔP_r este profitul pe rezerve, rămas disponibil după primul buget, $\frac{Cp}{Cp+D}$ este ponderea capitalului propriu în capitalul permanent.

După calcularea celui de-al doilea prag de finanțare se determină costurile fiecărei surse de constituire a capitalurilor de investit.

Costul marginal ponderat al capitalului poate fi folosit pentru a determina bugetul optim de capitaluri în scopul finanțării investițiilor.

Bugetul optim de capitaluri pentru finanțarea investițiilor în active fixe poate fi determinat prin compararea randamentelor estimate ale proiectelor de investiții cu costul mediu marginal al programului de cheltuieli pentru investiții ale firmei. Procedeul porneşte de la premisa că toate proiectele analizate sunt caracterizate de acelaşi risc, pe o parte, iar pe de altă parte, riscul lor nu modifică clasa de risc a întreprinderii. Dacă proiectele de investiții prezintă caracteristici diferite de risc economic şi financiar, față de cele ale întreprinderii în ansamblu, este necesară determinarea unei rate de actualizare specifică proiectelor.

Scanned with OKEN Scanner

Operațiunea de optimizare este dificil de realizat, însă teoria financiara se străduie să ofere soluții pentru ca acest obiectiv să aibă şanse reale de reuşită.

Teoria ordinii preferențiale sugerează că deciziile privind finanțarea activității, dividendele şi extinderea capitalului într-o firmă se află în interrelație. Această teorie susține că autofinantarea trebuie să fie preferată folosirii resurselor proprii externe, în principal a sumelor obținute prin vînzarea acțiunilor comune[1].

La întrebarea ce nivel al datoriei ar trebui să angajeze o firmă, răspunsurile nu sunt precise, pentru o soluție bine fundamentată sunt necesare numeroase analize financiare. În practică firmele adoptă o structură de perspectivă a capitalului (structura în perspectivă a datoriei pe termen lung, a acțiunilor preferențiale şi a celor comune).

Raportul capital împrumutat / capitalul propriu este considerat un levier financiar, deoarece presupune utilizarea cheltuielilor fixe financiare, ca instrument al majorării veniturilor proprietarilor. Problema cea mai dificilă este legată de găsirea acelui raport care să păstreze constante o serie de elemente ale gestiunii financiare: volumul investițiilor şi mărimea cash-flow-ului.

în aceste condiții este posibilă realizarea obiectivului managementului financiar al întreprinderii, respectiv sporirea valorii de piață a firmei? Realizarea acestei cerințe nu este simplă, fiind numeroase discuții şi controverse referitoare la această chestiune.

Determinarea structurii financiare optime înseamnă a răspunde la două întrebări fundamentale:

- *cum ar trebui împărțite sursele totale de fonduri în finanțări pe termen lung şi scurt ?*
- *a doua, ce proporție din fonduri trebuie finanțate prin împrumuturi şi ce proporție prin resurse proprii?*

Prima întrebare, compoziția surselor totale de capitaluri implică concentrarea atenției asupra naturii activelor deținute. În acest caz, sursele de capitaluri pe termen lung privesc împrumuturile, sumele din vânzarea acțiunilor preferențiale, resursele generate în interior, acțiunile comune. Proporțiile în care se află aceste surse pe termen lung descriu structura capitalului unei firme.

Pentru optimizarea structurii financiare a întreprinderii este necesară pe lânga studierea costului lor şi analiza riscurilor.

Riscul este definit "ca posibilitate de a ajunge într-o primejdie, de a avea de înfruntat un necaz, sau de suportat o pagubă, un pericol posibil"[2].

Din punct de vedere economic, riscul este şansa de apariție a unui eveniment nefavorabil legat de variabilele deciziei. Spre deosebire de risc care implică cunoaşterea posibilităților de apariție a evenimentelor, incertitudinea semnifică cunoaşterea aproximativă a evenimentelor posibile, dar nu şi a probabilităților de apariție.

---

[1] G. Pinches - Esential of financial management, Harper Collins Publishers, Kansas, 1990, p. 401.
[2] Dicționarul explicativ al limbii române, Editura Academiei Bucureşti, 1984, pag. 809

Scanned with OKEN Scanner

Dacă ne referim la investiții, riscul acesteia poate fi definit ca "orice situație în care nu se cunosc cu certitudine caracteristicile unui eveniment viitor, dar în care se cunosc cel puțin, numărul de alternative posibile ale valorilor respective şi probabilitatea de apariție a fiecăreia dintre ele"[1].

Procesul de constituire şi utilizare a fondurilor întreprinderii pentru investiții în active fixe este fondat pe anticipațiile, sau speranțele de câştig ale investitorului. Aceste anticipații pot fi compromise de evenimente a căror surse de producere sunt multiple. Printre cele mai importante surse de risc, în procesul de constituire şi utilizare a fondurilor pentru investiții sunt: eroare în aprecierea oportunității investițiilor, evaluarea incorectă a fenomenelor economice implicate în funcționarea obiectivului (ex. prognoza cererii), amploarea proiectului în raport cu dimensiunea de ansamblu a activității întreprinderii, modificări imprevizibile ale mediului economic, etc. Fiecărui factor important de influență îi corespunde o categorie de risc, iar analiza riscurilor în investiție presupune o sistematizare a acestor variate riscuri.

Acțiunea firmei într-un mediu economic căruia doar prin excepție îi poate modifica sensul evoluției (dacă are poziție de monopol absolut), implică influența unor factori care determină variabilitatea performanțelor sale economice (cifra de afaceri, productivitatea, costurile, etc.) cu consecințe asupra performanțelor financiare (excedentul brut al exploatării, profitul net, fluxul de lichidități, etc.). Din acest punct de vedere, firma se confruntă cu un risc al afacerilor (economic) cu referire la proiectele de investiții, riscul economic semnifică variabilitatea valorii actuale nete.

"Riscul afacerilor se referă la relativa dispersie a cîştigurilor întreprinderii, determinate înainte de calcularea obligațiilor fiscale ale acesteia"[2]. Studiind statistic relația dintre probabilitatea producerii riscului afacerilor şi mărimea excedentului brut al exploatării se pot emite o serie de judecați şi anume: cu cât riscul afacerilor este mai ridicat cu atît se vor înregistra fluctuații mai mari în evoluția excedentului brut al exploatarii (fig. 1).

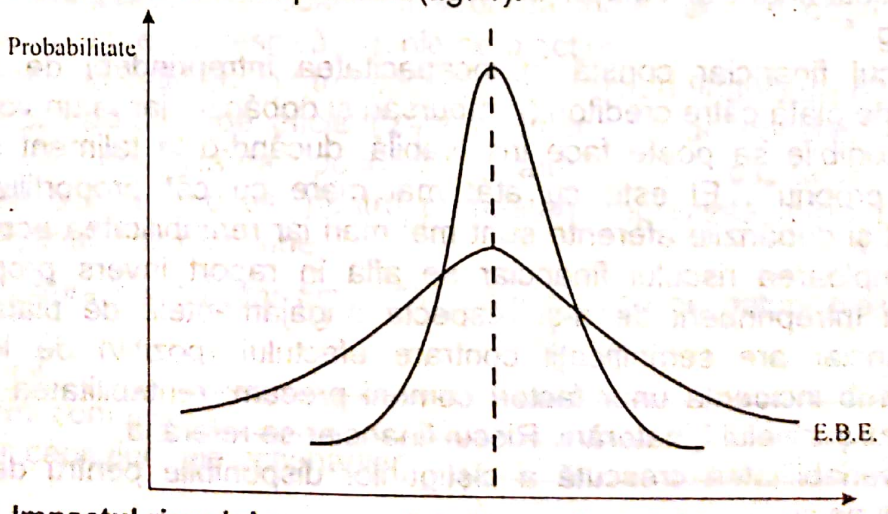


Fig.1 Impactul riscului asupra mărimii excedentului brut al exploatării

[1] Heline R., Lafarge O. - *Investissement. Selection et financement*, J. Delmas, Paris, 1976, pag. 116
[2] E. Pinches - *Essentials of Financial Management*, Harper Collins Publichers, Kansas, 1990, pag.167

Scanned with OKEN Scanner

Riscul afacerilor este cauzat în primul rînd de natura operațiunilor efectuate de firmă. Se poate afirma că mărimea riscului afacerilor este dependentă de ramura în care operează firma, iar factorii determinanți pot fi:

- *sensibilitatea vânzărilor față de fluctuațiile generale economice.* Firmele ale căror vânzari fluctuează foarte mult atunci când se modifica condițiile economice generale, sunt afectate de un risc mai mare al afacerilor,
- *gradul de competiție şi mărimea firmei.* Cu cât este mai mică firma şi partea sa de piață, cu atât este mai mare riscul afacerilor,
- *levierul de exploatare.* Cu cât este mai mare proporția costurilor fixe fata de cele variabile, cu atât mai important este levierul de exploatare şi de aici un mai mare risc al afacerii. Firmele din industria serviciilor au de obicei costuri de exploatare fixe scăzute prin urmare un levier de exploatare mai redus. Oțelăriile, pe de altă parte au costuri fixe de producție mari şi deci un levier de exploatare şi risc al afacerii mai mari,
- *variația prețului de intrare.* Cu cât sunt mai incerte prețurile de intrare pentru produsele firmei, cu atât este mai mare riscul afacerii,
- *abilitatea de a ajusta prețurile de ieşire.* Firmele în situație de monopol sau oligopol au de a face cu o cerere inelastică pentru produsele lor, însă pot avea o mai mare abilitate de a ajusta prețurile de ieşire şi deci să se exprime la un risc al afacerii mai mic.

în general, riscul afacerii este o funcție directă de deciziile privind investițiile acumulate (capitalul evaluat) ale firmei. Această decizie afectează şi natura afacerilor firmei şi compoziția activelor sale. Firmele cu un risc al afacerii redus de obicei se găsesc în industrii precum industria alimentară şi de comercializare a produselor alimentare. Activitățile industriale ciclice din oțelării, din fabrici prelucrătoare de cupru şi aluminiu au în general un risc al afacerii crescut. Riscul financiar este un rezultat al deciziilor firmei privind finanțarea pe termen lung. "

Riscul financiar constă în incapacitatea întreprinderii de a face față obligațiilor de plată către creditori (rambursări şi dobânzi), iar la un volum mare al datoriilor exigibile se poate face insolvabilă, ducând-o la faliment şi pierderea capitalului propriu"[1]. El este cu atât mai mare cu cât proporțiile capitalului împrumutat şi dobânzile aferente sunt mai mari iar rentabilitatea economică mai redusă. Amploarea riscului financiar se află în raport invers proporțional cu capacitatea întreprinderii de a-şi respecta angajamentele de plată scadente. Riscul financiar are semnificații contrare efectului (pozitiv) de levier şi se manifestă sub incidența unor factori comuni precum: rentabilitatea economică, rata dobânzii şi nivelul îndatorării. Riscul financiar se referă la:

1) variabilitatea crescută a cîştigurilor disponibile pentru deținătorii de acțiuni comune şi

---

[1] Filip Gh. - ***Îndatorarea şi viabilitatea financiară a întreprinderii***, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, Nr. 8-9/1994, pag. 15

Scanned with OKEN Scanner

2) probabilitatea crescută a pericolului financiar provocat de proprietarii firmei dacă levierul financiar este utilizat de către firmă. Levierul financiar se referă la utilizarea categoriei de costuri fixe de finanțare. Sursele care generează costuri fixe de finanțare primare sunt împrumuturile şi acțiunile preferențiale. Pentru simplificare restrîngem aprecierile la sursa majoră a levierului de finantare şi anume: împrumutul. Cum sunt influențate riscul şi rentabilitatea cerută ale firmei de către utilizarea îndatorării, ca sursă de finanțare?

Chiar dacă unele obligațiuni pe termen lung au rate flotante sau variabile, ele sunt totuşi o categorie de costuri fixe de finanțare atâta timp cât sunt achitate periodic şi au prioritate la plată, față de deținători de acțiuni comune. în aceeasi situatie sunt şi acțiunile preferențiale cu rată ajustată, care au elementele esențiale ale categoriei de costuri fixe.

Efectul levierului financiar asupra eficientei constituirii-utilizarii capitalurilor permanente ale întreprinderii este pus în evidenta prin marimea remunerarii actiunilor comune.

Efectul de levier se manifestă prin modificările pe care le înregistrează rentabilitatea capitalului propriu pe seama recurgerii la împrumuturi[1]. Interdependențele caracteristice manifestării efectului de levier (L) pentru o întreprindere care utilizează un capital format din capital propriu (C_p), cu o rată a rentabilității (r_e) şi un capital împrumutat (C_i), cu aceeaşi rată a rentabilității, dar care după deducerea ratei dobânzii (d) se regăseşte în rentabilitatea capitalului propriu (r_p), ca rezultat de ansamblu:

$$r_p = r_c + (r_c - d)\frac{C_i}{C_p}$$

Probabilitatea producerii riscului financiar depinde de proportia îndatorării în structura financiara. Însă odată cu sporirea îndatorării se obțin o serie de economii fiscale, care sporesc câştigurile pe o acțiune.

Exemplu ipotetic privind trei societăți cu structuri financiare diferite scoate în evidență posibilitatea de eficientizare a procesului de constituire-utilizare a fondurilor prin optimizarea ponderii îndatorării în capitalul permanent. Eficientizarea acestui proces, pentru proprietari, reprezintă într-o primă etapă creşterea câştigului pe o acțiune.

- *Structura capitalurilor firmei "A"*, care nu conține datorii (valorile sunt în milioane lei)

Datorie	0
Acțiuni comune	30.000
Total capitaluri ale acționarilor	30.000

[1] Filip Gh. - ***Îndatorarea şi viabilitatea financiară a întreprinderii***, Revista Finanțe, Credit, Contabilitate, Nr. 8-9/1994, pag. 12

Scanned with OKEN Scanner

- *Structura capitalului firmei "B"* care prezintă o proporție a datoriei de 20% şi o rată a cuponului de 10%.

Datorie	6.000
Acțiuni comune	24.000
Total capitaluri ale acționarilor	30.000

- *Structura capitalului firmei "C"*, care are o datorie în proportie de 40% iar rata cuponului este de 10%.

Datorie	12.000
Acțiuni comune	18.000
Total capitaluri ale acționarilor	30.000

Exemplul ilustrează impactul asupra cîştigurilor pe o acțiune a celor 3 structuri diferite ale capitalului. Pentru structura capitalului firmei "*A*" câştigul pe o acțiune variază de la 0,72 la 1,68. Corespunzător situațiilor "*B*" şi "*C*", variația este mai mare, de la 0,81 la 2,01 în cazul îndatorării de 20%, şi respectiv de la 0,96 la 2,56 când îndatorarea este de 40%.

Pentru a determina impactul riscului financiar asupra eficienței constituirii într-o anumită structură a capitalurilor firmei, trebuie calculat coeficientul de variație a câştigului pe o acțiune, pentru cele trei structuri diferite (figura 2).

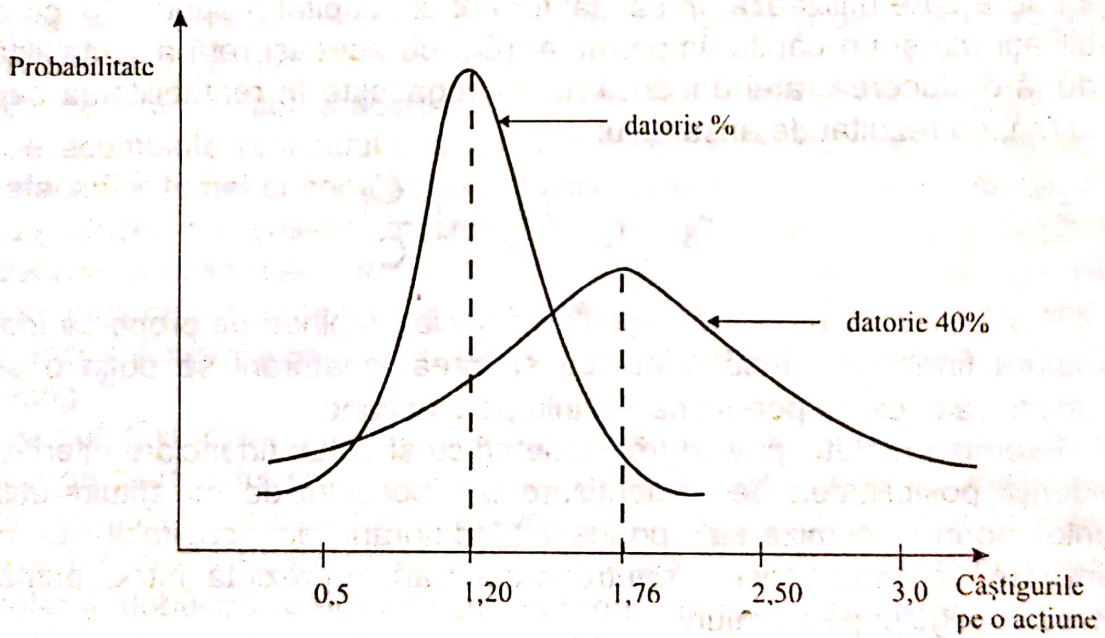


Fig.2 Distribuția de probabilitate a câştigurilor pe o acțiune pentru structuri diferite ale capitalului

Structura capitalurilor firmelor studiate	Câştigul aşteptat pe o acțiune	Deviația standard a câştigului pe o acțiune	Coeficientul de variație a câştigului pe o acțiune
A (cu îndatorare - %)	1,20	0,37	0,31
B (cu îndatorare 20%)	1,41	0,46	0,33
C (cu îndatorare 40%)	1,76	0,62	0,35

Scanned with OKEN Scanner

Examinând aceste date, observăm că variația coeficientului câştigului pe o acțiune este de 0,31 când datoria este 0%, de 33% la structura capitalului cu 20% datorie, si de 0,35 la cel cu 40% datorie. O creştere a coeficientului de variație înseamnă o creştere a variabilității relative a câştigului pe o acțiune iar riscul financiar sporeşte odată cu sporirea îndatorării în structura capitalurilor întreprinderii.

Dacă erau acțiuni preferențiale, aceste dividente ar trebui deduse din câştig înainte de plata impozitelor pentru a ajunge la câştigurile cuvenite acțiunilor comune. Atunci câştigurile aferente acțiunilor comune trebuiesc împărțite la numărul deținătorilor de acțiuni comune pentru a ajunge la câştigurile pe o acțiune corespunzătoare firmei.

După cum se observă şi în figura 2, coeficientul de variație a cîştigurilor pe o acțiune la firma "*A*" este 0,31 deoarece aceasta reprezintă riscul de bază al afacerii firmei. Datorita faptului ca structura capitalurilor firmei "*A*" nu include datorii, nu prezintă risc financiar. De aici, situația riscantă pentru cîştigurile pe o acțiune corespunzătoare structurii "*A*" a capitalului reflectă doar riscul financiar. Coeficienții de variație corespunzători structurilor *B* şi *C* reflectă efectele riscului afacerii şi ale riscului financiar. Această parte atribuibilă numai riscului financiar este măsurată de diferența între coeficientul de varjație de 0,31 pentru structura *A*, de 0,33 pentru structura *B* sau de 0,35 pentru *C*.

Pornind de la datele din bilanțurile societăților se poate aprecia eficiența constituirii fondurilor pentru investiții prin crearea unei structuri financiare bune şi a fructificării prin aceasta a avantajelor fiscale.

Odată cu sporirea îndatorării în structura capitalului, de la 0 la 20%, apoi la 40%, câştigul pe o acțiune creşte de la 1,20 la 1,41 şi apoi la 1,76 unități monetare.

Pentru acționari, rezultatele arată că procesul de constituire-utilizare a fondurilor pentru investiții cunoaşte o continuă eficientizare. Aceasta se datorează faptului că firma valorifică, cu aceeaşi rentabilitate, fonduri tot mai mari (prin sporirea îndatorării), fapt ce atrage creşterea excedentului brut al exploatării.

Din aceste excedente se scad înainte de impozitare dobânzi tot mai mari (urmare a creşterii îndatorării) care conduc la economii fiscale. Economiile fiscale se adaugă, după impozitare, la profiturile ce se repartizează apoi acționarilor. În acest fel câştigul pe o acțiune evoluează de la 1,20 unități monetare (în cazul îndatorării 0) la 1,41 (la îndatorare de 20%) şi 1,76 (la îndatorarea de 40%)

Probabilitatea	**0,31**	**0,33**	**0,35**
Structura capitalului firmei "A" (0% datorie)			
Excedent brut	6.000	10.000	14.000
Dobândă	0	0	0
Câştiguri înainte de plata impozitelor	-	-	-
Impozit pe profit (40%)	2.400	4.000	5.600
Câştiguri disponibile după plata impozitelor	3.600	6.000	9.400
Cîştiguri/acțiune (5.000 acțiuni)	0,72	1,20	1,68

Scanned with OKEN Scanner

Structura capitalului firmei "B" (20% datorii)			
Excedent brut	6.000	10.000	14.000
Dobândă	600	600	600
Câştiguri înainte de plata impozitelor	5.400	9.400	13.400
Impozit pe profit (40%)	2.160	3.760	5.360
Câştiguri disponibile după plata impozitelor	3.240	5.640	8.040
Câştiguri/acțiune (4.000 acțiuni)	0,81	1,41	2,018
Structura capitalului firmei "C' (40% datorie)			
Excedent brut	6.000	10.000	14.000
Dobândă	1.200	1.200	1.200
Câştiguri înainte de plata impozitelor	4.800	8.800	12.800
Impozit pe profit (40%)	1.920	3.520	5.120
Câştiguri disponibile după plata impozitelor	2.880	5.280	7.680
Câştiguri/acțiune (3.000 acțiuni)	0,96	1,76	2,56

Odată cu aceste rezultate ce atestă o eficientizare a procesului de constituire-utilizare a fondurilor întreprinderii pentru investiții, creşte şi probabilitatea producerii riscului financiar, adică a situației în care firma nu este capabilă să-şi onoreze obligațiile față de împrumutători.

Această probabilitate sporeşte până la 35% în cazul îndatorării de 40% din totalul capitalului.

Fluctuațiile în câştigurile pe o acțiune ale unei firme sunt în funcție de riscul afacerilor firmei. Efectele structurii capitalului firmei asupra riscului şi rentabilității cerute, pot fi văzute presupunînd riscul afacerilor constant.

Cele trei structuri diferite ale capitalului produc diferente în câstigurile pe o actiune, iar daca acestea nu sunt atât de semnificative determină în schimb importante consecinte asupra valorii firmei.

Eficiența procesului de constituire-utilizare a fondurilor este determinată de condițiile pieței. Problema structurii capitalurilor trebuie abordata din punctul de vedere al incidentei unor structuri diferite asupra valorii de piata a firmei si nu asupra.

Incidența schimbării structurii capitalului permanent asupra valorii firmei este subiectul unei impresionante munci de cercetare. O parte din teoriile elaborate susțin că structura financiară are un rol neutru asupra valorii firmei. Cele mai numeroase construcții teoretice demonstrează însă contrariul, în sensul că structura financiară optimă are un efect pozitiv asupra valorii de piață a întreprinderii.

Legătura între eficientizarea prin optimizarea structurii financiare a procesului de constituire - utilizare a capitalurilor şi realizarea obiectivului managementului firmei, respectiv sporirea valorii de piață a acesteia, poate fi pusă în evidență, cu ajutorul următoarelor relații:

- valoarea unei acțiuni este:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s}, \text{ unde} \qquad (1)$$

Scanned with OKEN Scanner

P_0 este preţul curent al acţiunii;

D_1 - dividendele în numerar, în sumă constantă;

K_S - rata cerută a rentabilităţii capitalurilor acţionarilor investitori.

- în cazul că toate câştigurile sunt plătite exclusiv sub formă de dividende în numerar, ecuaţia poate fi scrisă:

$$P_0 = \frac{C_{pa}}{K_S}, \ unde \qquad (2)$$

C_{pa} sunt câştigurile pe o acţiune, iar

- pentru toate acţiunile firmei relaţia devine:

$$S = \frac{E}{K_S}, \ unde \qquad (3)$$

S este valoarea totală de piaţă a acţiunilor firmei.

Dacă avem în vedere faptul că suma valorilor de piaţă ale tuturor acţiunilor firmei exprimă valoarea de piaţă a acesteia, atunci relaţia mai sus amintită apare în mod evident.

Între teoriile în care se tratează eficientizarea procesului de constituire - utilizare a capitalurilor întreprinderii prin optimizarea structurii financiare amintim: teoria clasică sau tradiţională, teoria lui Miller şi Modigliani şi teoria modernă.

Teoria clasică sau tradiţională privind structura financiară a firmei. Această teorie consideră că între structura financiară şi valoarea de piată a firmei nu există nici o legătură. Ea îşi propune ca prin minimizarea costurilor capitalului întreprinderii să se optimizeze structura financiară a acesteia. Prin optimizarea structurii financiare se urmăreşte eficientizarea procesului de constituire - utilizare a capitalurilor firmei, percepută prin sporirea câştigurilor oferite acţionarilor. Grafic, teoria clasică privind costul capitalurilor firmei se prezintă ca în figura 3.

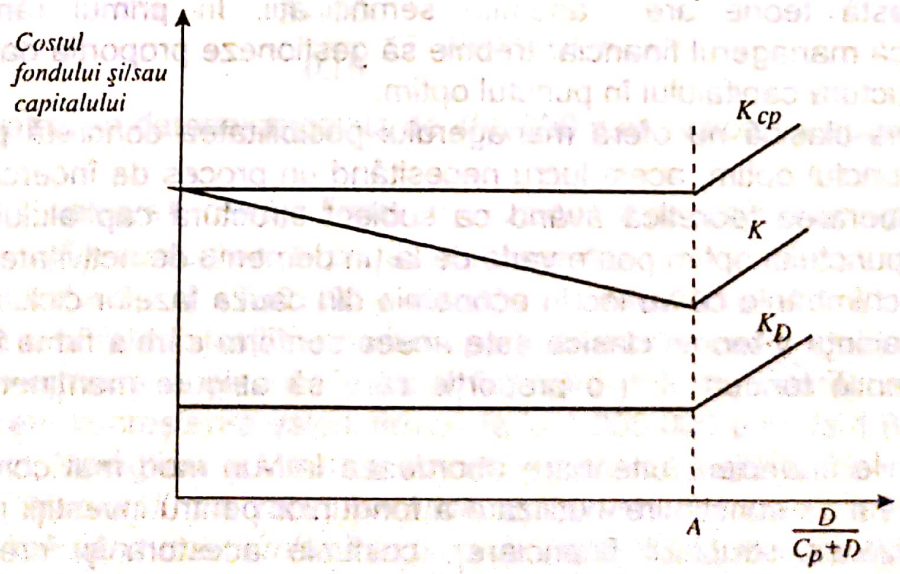


Fig.3 Dimensiunea costului mediu al capitalului după teoria clasică

Deşi mărimea îndatorării sporeşte, costul acesteia K_D rămâne constant, atât timp cât creditorii nu percep nici o expunere semnificativă la creşterea riscului de neonorare a obligaţiilor firmei faţă de aceştia. Într-un anumit punct "A", creditorii consideră că datoria a atins o proporţie critică, sporind totodată riscul financiar, din care cauză cer o compensaţie mai mare pentru asumarea acestui risc. Costul capitalului propriu (K_{cp}) este superior costului datoriilor în toate cazurile, din cauză că acţionarii cer compensaţii mai mari decât creditorii, deoarece suportă două riscuri, cel al afacerilor cât şi cel financiar. O firmă solvabilă trebuie să plătească dobânda pentru împrumuturi dar, nu este obligată să declare dividende pentru plata acţionarilor, dacă doreşte să-şi conserve numerarul. În situaţia falimentului, creditorii trebuiesc plătiţi în întregime, înainte de orice distribuire de dividende acţionarilor.

Teoria clasică a structurii financiare susţine că atât acţionarii cât şi creditorii se tem de o îndatorare prea mare. Ca urmare, atunci când proporţia datoriei creşte dincolo de un punct critic, notat de noi cu "A" (fig. 3), costul fondului (capitalului) propriu sporeşte, pentru a-i compensa pe acţionari pentru expunerea lor, într-o măsură mai mare riscului neonorării obligaţiilor de plată faţă de ei, de către firmă. Atâta vreme cât firma poate împrumuta fonduri şi/sau capitaluri ieftine, costul mediu scade. Costul mediu (compus în proporţia cea mai mare posibilă din fonduri (capitaluri) ieftine şi în cea mai mică posibilă din fonduri (capitaluri) scumpe) este la nivelul cel mai scăzut în punctul "A". Din acest punct, costul mediu începe să crească datorită sporirii costurilor ambelor surse de finanţare *(K)*.

Conform teoriei clasice, procesul de constituire a fondurilor este eficientizat în punctul A, unde structura financiară este optimă, iar :

- costul capitalurilor permanente este minim,
- ponderea datoriei are cel mai bun nivel.

Această teorie are anumite semnificaţii. În primul rând, aceasta presupune că managerul financiar trebuie să gestioneze proporţia datoriei pentru a păstra structura capitalului în punctul optim.

Teoria clasică nu oferă managerului posibilitatea concretă prin care să găsească punctul optim, acest lucru necesitând un proces de încercări repetate. În plus, elaborarea teoretică având ca subiect structura capitalului susţine că localizarea punctului optim poate varia de la un domeniu de activitate la altul şi în funcţie de schimbările ce au loc în economie din cauza fazelor ciclului afacerilor. O altă consecinţă a teoriei clasice este aceea conform căreia firma trebuie să-şi sporească noile fonduri într-o proporţie care să asigure menţinerea structurii optime.

Teoriile financiare ulterioare abordează într-un mod mai complex relaţia dintre procesul de constituire - utilizare a fondurilor pentru investiţii în active fixe (prin optimizarea structurii financiare), costurile acestora şi creşterii valorii întreprinderii.

Scanned with OKEN Scanner

Începând cu anul 1958, doi economişti americani, Franco Modigliani şi Merton Miller, îşi concentrează preocupările ştiinţifice legate de studierea relaţiei dintre costul capitalurilor, structura acestora şi valoarea de piaţă a întreprinderii. Pentru coerenţa şi profunzimea construcţiilor teoretice aceştia primesc în anul 1985 premiul Nobel pentru economie.

Într-o primă variantă, teoria lui Miller şi Modigliani se sprijină pe câteva premise:

- firma utilizează doar două modalităţi de finanţare, acţiuni comune şi/sau împrumuturi;
- firma nu plăteşte nici un fel de taxe sau impozite.

În aceste condiţii, o investiţie de 400.000 u.m. finanţată în întregime prin acţiuni comune şi în urma căreia se obţine un excedent brut al exploatării de 100.000, contribuie la sporirea valorii firmei la 1.000.000 u.m.:

$$S = \frac{100.000}{0,10} = 1.000.000\, u.m.$$

Ce se întâmplă dacă firma decide să finanţeze investiţia de 400.000 u.m. prin contractarea de împrumuturi în locul acţiunilor comune ?

Împrumutul are o rată a dobânzii de 6%, notată K_b, astfel încât câştigurile (dividendele) disponibile acum pentru deţinătorii de acţiuni sunt:

Excedent brut	*100.000*
Dobânda (400.000 x 0,06)	*24.000*
Câştiguri înainte de impozit	*76.000*
Impozit	*zero pentru acum*
Câştiguri după impozit	*76.000*

Împărţind câştigurile deţinătorilor de acţiuni comune, în sumă de 76.000 la rata rentabilităţii, prevăzută de 10%, valoarea aparentă a acţiunilor comune este:

$$\frac{76.000}{0,10} = 760.000\, u.m.$$

În final, cu valoarea datoriei angajată de 400.000 u.m., valoarea aparentă totală a firmei ar fi:

valoarea totală a firmei (V) = valoarea de piaţă a acţiunilor comune (S) + valoarea de piaţă de datorie (B)

V = S + B = 760.000 + 400.000 = 1.160.000 u.m.

Dacă rata rentabilităţii fondurilor aparţinând acţionarilor investitori rămâne 10%, simpla utilizare a datoriei în locul finanţării prin capitalurile acţionarilor a condus aparent la creşterea valorii firmei de la 1.000.000 u.m. la 1.600.000 u.m. În acest punct, Modigliani şi Miller au ridicat o problemă importantă.

Este rezonabil ca rata rentabilităţii cerută de investitorii de capital (acţionari) să rămână neschimbată în timp ce împrumutul, în opoziţie cu acţiunile comune, este preferată ca sursă de finanţare ? Răspunsul lor este - nu, deoarece

Scanned with OKEN Scanner

riscul a fost sporit din cauză că folosirea împrumutului provoacă o scurgere de cash-flow înainte de a ajunge ceva la acționarii comuni.

Acest risc cuprinde posibilitatea de a nu primi un câştig, precum şi creşterea variabilității câştigurilor pe o acțiune, cuvenite pentru un levier financiar sporit.

Modigliani şi Miller au dezvoltat modelul lor făcând următoarele presupuneri suplimentare celor deja menționate:

- *Piața capitalurilor este perfectă.* Într-o piață perfectă a capitalurilor cumpărarea şi vânzarea titlurilor de valoare nu implică costuri de tranzacție (sau taxe de borkeraj). Toți investitorii au acces legal şi fără nici un cost la informații şi există un număr mare de cumpărători individuali, nici unul dintre aceştia neputând afecta individual prețul pieței.

- *Datoria (împrumutul) este fără risc.* Orice împrumut contractat de investitori este de obicei un împrumut sigur (fără risc) indiferent cât este de mare. Prin urmare, rata dobânzii, pentru tot împrumutul, este o rată fără risc.

- *Clasele riscului.* Toate firmele pot fi grupate în clase de risc pe baza variației excedentului lor brut.

- *Estimații omogene.* Investitorii individuali sunt de acord asupra valorii a venitului viitor al firmei, adică media excedentului brut al firmei înregistrat în diferite perioade.

În mod corespunzător, cei doi economişti au dedus următoarele două propoziții referitoare la evaluarea titlurilor de valoare în firme cu structuri diferite ale capitalului:

Propoziția 1. Valoarea de echilibru pe piață a oricărei firme este independentă de structura sa de capital şi este dată prin capitalizarea excedentului său brut estimat prin rata potrivită pentru o firmă care îşi asigură finanțarea doar din capitalurile acționarilor, (K_S^U), în clasa sa de risc[1]:

$$V_L = S_L + B = \frac{EB}{K_S^U} = V_U$$

unde:

V_U - valoarea de piață pentru o firmă, care nu are o singură formă de finanțare;

S_L - valoarea de piață a acțiunilor firmei;

K_S^U - rata rentabilității cerută a capitalurilor acționarilor investitori pentru o asemenea firmă (cu finanțare doar pe seama capitalurilor acționarilor);

V_U - valoarea de piață pentru o firmă finanțată numai prin capitalurile acționarilor.

EB - excedentul brut al exploatării.

---

[1] E. Pinches - Essentials of Financial Management, Harper Collins Publichers, Kansas, 1990, pag. 405

Scanned with OKEN Scanner

Propoziția 2. Costul capitalurilor aparținând acționarilor pentru o firmă care-şi asigură finanțarea numai din acest fel de capitaluri, K_S^L este egal cu rata corespunzătoare a capitalurilor pentru o astfel de firmă (în interiorul clasei de risc), K_S^U, plus o primă de risc egală cu raportul dintre datorie şi capitalul acționarilor, înmulțit cu diferența dintre rata rentabilității cerută de acționari (K_S^U) şi costul datoriei, (K_b):

$$K_S^L = K_S^U + (K_S^U - K_b)(B/S_L)$$

Considerând cele două propoziții împreună, cei doi economişti concluzionează că în cazul "fără taxe şi impozite" nu există avantaj sau dezavantaj față de finanțarea cu acțiuni comune. Orice economii din finanțarea prin contractarea de împrumuturi sunt imediat compensate de o mai mare rentabilitate cerută de deținătorii de acțiuni comune (datorată riscului financiar mai mare), lăsând firma şi acționarii în aceeaşi situație ca înainte.

În acord cu Miller şi Modigliani, valoarea totală de piață a firmei trebuie să rămână 1.000.000 ($V_L = V_U$), pentru că nimic din valoare nu a fost creat. Ne putem gândi la împrumut ca fiind un proiect al valorii nete actualizate zero; de aceea $V_L = V_U$. Prin deducerea datoriei de 400.000 u.m., observăm că valoarea acțiunilor, S_L, este 600.000 u.m. deoarece câştigurile înainte de impozit pentru deținătorii acțiunilor comune sunt de 76.000 u.m., relația poate fi soluționată pentru rentabilitatea cerută (fixă) pe capitalul acționarilor (K_S^L):

$$K_S^L = \frac{cistiguri/actiune}{valoarea\ de\ piata\ a\ actiunilor} = \frac{76.000}{600.000} = 0{,}1267 = 12{,}678\%$$

Alternativ, putem utiliza în mod direct relația:

$$K_S^L = K_S^U + (K_S^U - K_b)(B/S_L) = 10\% + (10\% - 6\%)(400.00/600.000) = 12{,}67\%$$

Acționarii investitori deținători de acțiuni comune nici nu au câştigat, nici nu au pierdut din utilizarea împumutului în cazul "fără taxe şi impozite".

Astfel, valoarea firmei nu se schimbă, în schimb, creşterea riscului financiar determină creşterea ratei rentabilității de către acționari, aşa încât orice câştig, aparent rezultat din utilizarea unei finanțări mai ieftine prin împrumuturi, este complet echilibrat.

Deoarece valoarea de piață a firmei nu se schimbă odată cu levierul financiar, în cazul "fără taxă şi impozite", media ponderată a costului de capital este, de asemenea, constantă (fig. 4).

Pe măsură ce valoarea firmei se deplasează spre dreapta, ea înlocuieşte împrumuturi mai ieftine cu un capital al acționarilor mai scump. Deoarece riscul financiar creşte pe măsura mişcării spre dreapta, rata rentabilității cerute creşte, aşa încât se compensează cu beneficiul provenit din finanțarea printr-un împrumut ieftin.

Scanned with OKEN Scanner

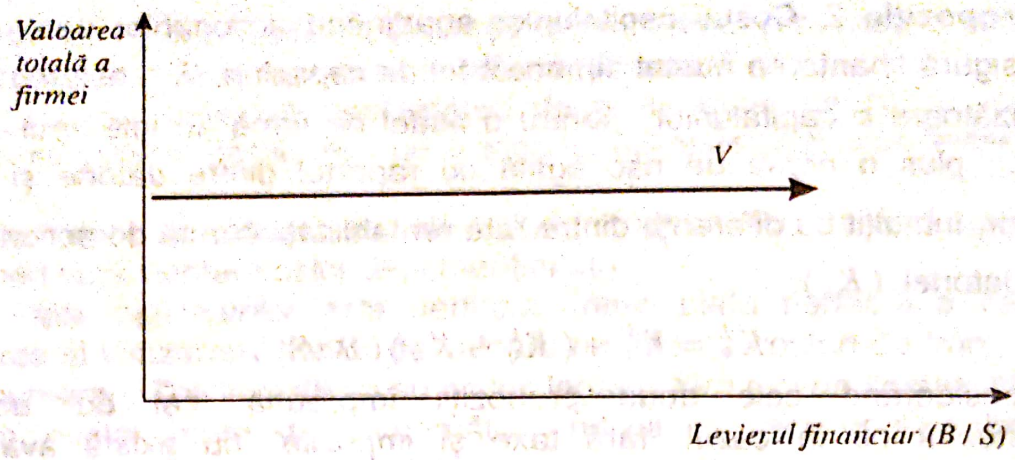


Fig. 4 Valoarea firmei şi costul capitalului în situaţia "fără taxe şi impozite".

Când firma este finanţată numai prin capitalul acţionarilor, media ponderată a costului capitalului său este egală cu K_S^U, care este de 10%. În cazul "fără impozite" media ponderată a costului capitalului trebuie să rămână 10% când datoria se ridică la 40%.

Utilizând ecuaţia avem:

$$(MPCC) = K_b W_{datorie} + K_S^L W_{actiuni\ comune} = 6\% \cdot \frac{400.000}{1.000.000} + 12,67\% \cdot \frac{600.000}{1.000.000} =$$

$$= 6\% \cdot 0,4 + 12,67\% \cdot 0,6 = 2,40\% + 7,60\% = 10,0\%$$

unde, *MPCC* este media ponderată a costului capitalului, iar *W datorie* este ponderea datoriei sau a acţiunilor comune în totalul capitalului.

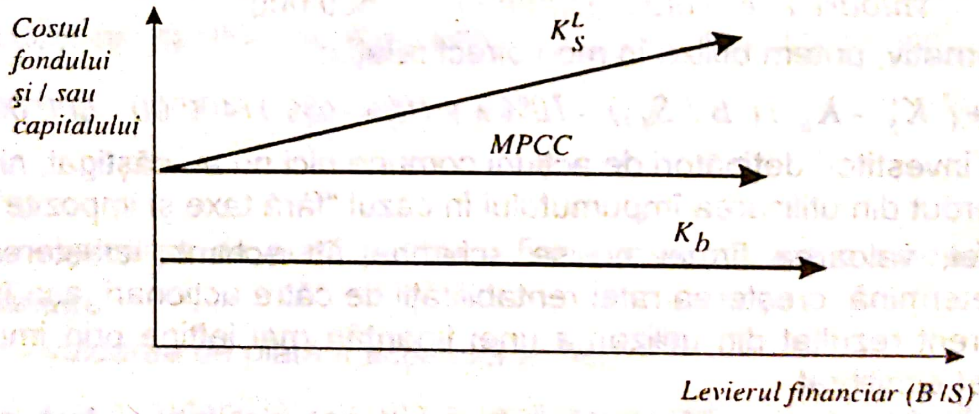


Fig. 5 Evoluţia costului mediu ponderat al capitalului unei firme în modelul lui Miller şi Modigliani varianta "fără taxe şi impozite"

Se poate observa că, pe măsură ce firma sporeşte efectul levierului financiar (prin deplasarea spre dreapta), valoarea firmei rămâne constantă. Media ponderată a costului capitalului rămâne constantă şi insensibilă la efectul de levier financiar, iar valoarea firmei şi costul capitalului sunt independente de acest efect (în absenţa taxelor şi a impozitelor).

Scanned with OKEN Scanner

Modelul Miller şi Modigliani cu impozit pe profit presupune că se introduce în exemplu, impozitul pe profit cu o cotă de 30%. Pentru un excedent brut de 100.000 u.m. firma are nevoie de o investiţie de 400.000 u.m.:

Excedent brut	100.000
Dobânda	0
Câştiguri înainte de impozit	100.000
Impozit (30%)	30.000
Câştiguri după impozit	70.000

Deoarece sunt angajate numai acţiuni comune, rata rentabilităţii cerute este de 10%, adică ($K_S^U = 10\%$), valoarea totală a firmei ($S = V_U$), este egală cu valoarea acţiunilor, respectiv:

$$V_U = S = \frac{excedent\ brut\ (1 - T)}{K_S^U} = \frac{70.000}{0,10} = 700.000\ u.m.$$

Ce se întâmplă când se utilizează un împrumut de 400.000 u.m. în locul capitalului acţionarilor ?

Cu 400.000 u.m. împrumut, la 6% rată a dobânzii, valoarea totală a dobânzii este de 24.000 u.m.:

Excedent brut	100.000
Dobânda (K_b^B)	24.000
Câştiguri înainte de impozit	76.000
Impozit (30%)	22.800
Câştiguri după impozit	53.200

În această situaţie, costul surselor aferente tuturor investiţiilor are două componente:

- 53.200 u.m. plătiţi acţionarilor, ceea ce se traduce în expresia: (excedent brut- - K_b^B) (1-T);

- (2) 24.000 u.m. dobânda, (K_b^B), plătită deţinătorilor de obligaţiuni.

Deci, în total:

$$plata\ către\ investitori_L = (excedent\ brut - K_b^B)(1 - T) + K_b^B,$$

ceea ce este echivalent cu:

$$plata\ către\ investitori_L = (excedent\ brut - K_b^B)(1 - T) + K_b^B,$$

$$L = EB \cdot (1 - T) + TK_b^B$$

Pentru a găsi valoarea V_L a firmei, trebuie să determinăm valoarea prezentă a ecuaţiei. Termenul TK_b^B reprezintă o *scutire de impozit* (prin folosirea unor cheltuieli deductibile din impozit, de exemplu, cheltuielile cu plata dobânzii

Scanned with OKEN Scanner

pentru datoria contractată). Deoarece toate împrumuturile sunt lipsite de risc, valoarea prezentă a scutirii de impozite datorită dobânzii plătite(V_L) poate fi găsită prin împărțirea la K_b, astfel obținem:

$$V_L = \frac{excedent\ brut \cdot (1-T)}{K_S^U} + \frac{TK_b^B}{K_b}$$

Pe baza ecuației putem scrie:

$V_L = V_U + TB$, unde TB este scutirea de impozit (datorită cheltuielilor cu dobânda).

Dacă, în situația dată, datoria (împrumutul) este $B = 400.000$ u.m. (toate sunt obligațiuni);

$$V_L = 700.000 + 0{,}30 \cdot 400.000 = 820.000\ u.m.$$

Deoarece $V_L = S_L + B$, deci,

$$S_L = V_L - B$$

Pentru situația considerată, $S_L = 820.000 - 400.000 = 420.000$ u.m.

Dacă raportul datorie / capitalul acționarilor, B / S_L, este de 400.000 / 420.000, acelaşi rezultat poate fi obținut prin ajustarea propoziției 2, pentru situația cu taxe şi impozite, după cum urmează:

$$K_S^U = K_S^U + (K_S^U - K_b)(1-T)(B / S_L)$$
$$= 10\% + (10\% - 6\%)(1 - 0{,}30)\ (400.000 / 420.000)$$
$$= 10\% + 2{,}8\%\ (95{,}2\%) = 10\% + 2{,}67\% = 12{,}67\%$$

$$S_L = \frac{(excedent\ brut - K_b^B)(1-T)}{K_S^L} = \frac{53.200}{0{,}1268} = 420.000\ lei$$

Prin utilizarea pârghiei financiare, a crescut valoarea totală a firmei de la 700.000 u.m. la 820.000 u.m.. Aceasta este compusă din creşterea valorii datorită utilizării acțiunilor $S_L = 420.000\ u.m.$ şi a împrumuturilor (obligațiunilor), $B = 400.000\ u.m.$.

În cazul finanțării doar prin acțiuni comune, media ponderată a costului capitalului (MPCC) este egală cu costul capitalului acționarilor, K_S, care este 10%. O dată datoria introdusă, utilizăm din nou ecuația pentru a determina costul capitalului:

$$MPCC = K_b(1-T)\left(\frac{B}{B+S}\right) + K_S^L\left(\frac{S}{B+S}\right) = 6\%(1-0{,}30) \cdot \frac{400.000}{400.000 + 420.000} +$$
$$+ 12{,}67\% \frac{420.000}{820.000} = 2{,}05\% + 6{,}49\% = 8{,}54\%$$

Scanned with OKEN Scanner

Comparativ:

	Finanțare exclusiv prin acțiuni	Finanțare combinată (acțiuni și împrumut - obligațiuni)
Valoarea totală a acțiunilor	700.000	420.000
Valoarea totală a datoriei	0	400.000
Valoarea totală a firmei	700.000	820.000
Rentabilitatea capitalului cerută de acționari	10%	12,67%
Media ponderată a capitalului	10%	8,54%

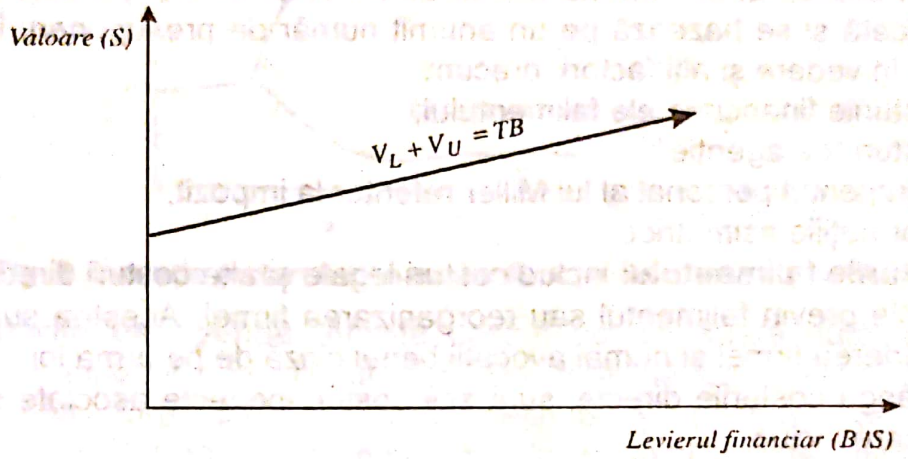


Fig. 6 Valoarea firmei în cazul utilizării împrumuturilor în finanțarea investițiilor, varianta cu impozit pe profit

Odată impozitul pe profit introdus în model, guvernul acordă o subvenție pentru utilizarea împrumutului. Atât timp cât firmele sunt profitabile acest lucru este important, deoarece dobânda este o cheltuială deductibilă din impozit.

Prin utilizarea împrumutului, firma poate crește valoarea sa totală și să micșoreze costul capitalului (*MPCC*, fig. 7):

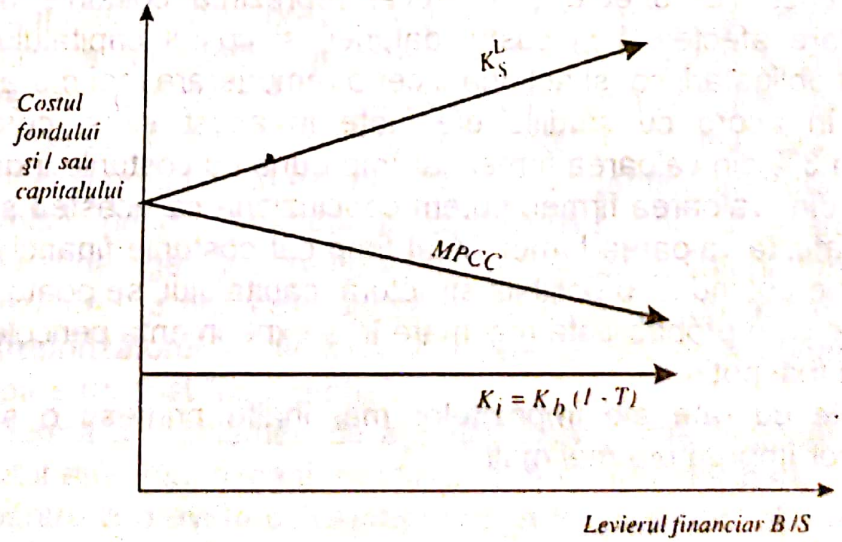


Fig. 7 Evoluția costului mediu ponderat în cazul folosirii împrumuturilor în finanțarea investițiilor, varianta cu impozit pe profit

Scanned with OKEN Scanner

Riscul financiar creşte pe măsura contractării împrumutului, ilustrată prin creşterea costului acţiunilor comune, (K_S^L). Chiar şi cu această creştere a riscului financiar, modul de calcul a impozitului pe profit are ca efect subvenţionarea utilizării împrumutului, ceea ce are ca rezultat o creştere a efectului levierului financiar care conduce la creşterea valorii totale a firmei şi descreşterea costului capitalului pentru firma respectivă. Atât timp cât firma este profitabilă, utilizarea îndatorării este avantajoasă.

Firmele trebuie să-şi asigure finanţarea datorită avantajelor fiscale, exclusiv prin împrumuturi. Analiza făcută de Miller şi Modigliani este însă foarte mult simplificată şi se bazează pe un anumit număr de presupuneri, în realitate, trebuie avut în vedere şi alţi factori, precum:

- costurile financiare ale falimentului;
- costuri "de agenţie";
- argumentul personal al lui Miller referitor la impozit;
- informaţiile asimetrice.

Costurile falimentului includ costuri legale şi alte costuri directe asociate cu procedurile previn falimentul sau reorganizarea firmei. Acestea sunt costurile legate de căderea firmei şi numai avocaţii beneficiază de pe urma lor.

Pe lângă costurile directe, sunt alte costuri indirecte asociate dificultăţilor financiare, care includ:

- comenzile anulate (şi pierderi din vânzări) datorate clienţilor alarmaţi de starea firmei;
- proiectele de investiţii cu profitabilitate amânată (exemplu: valoarea prezentă netă pozitivă) dacă acestea nu produc imediat cash cash-flow;
- ineficienţa cauzată de plecarea angajaţilor cheie sau de distragerea atenţiei de la problemele conducerii firmei;
- pierderea flexibilităţii financiare.

Suma costurilor directe şi indirecte reprezintă costurile financiare ale falimentului, care afectează şi costul datoriei, şi costul capitalului acţionarilor (deoarece atât obligatarii cât şi acţionarii cer o remunerare mai mare).

Dacă, în acord cu studiile efectuate în acest sens, costurile directe reprezintă cam 3% din valoarea firmei, iar împreună cu costurile indirecte conduc la 10% - 15% din valoarea firmei; putem concluziona că acestea sunt destul de mari pentru a afecta valoarea firmei.[1] Atât timp cât costurile financiare şi scutirile de impozit nu ne pot indica o posibilă structură capitalului, se poate sugera că:

- firmele cu o probabilitate mai mare în a experimenta pericolele financiare, vor împrumuta mai puţin;
- firmele cu rate ale impozitelor mai înalte primesc o subvenţie mai însemnată şi vor împrumuta mai mult.

---

[1] Ibidem, p.408.

Scanned with OKEN Scanner

O ofertă de schimb reprezintă oferta firmei de a schimba acțiunile ei comune contra obligațiunilor sale, sau invers. Pot apărea două situații ilustrate în figura 8. Structura capitalului este afectată, iar o creştere a datoriei conduce la creşterea remunerării pretinse de acționari.

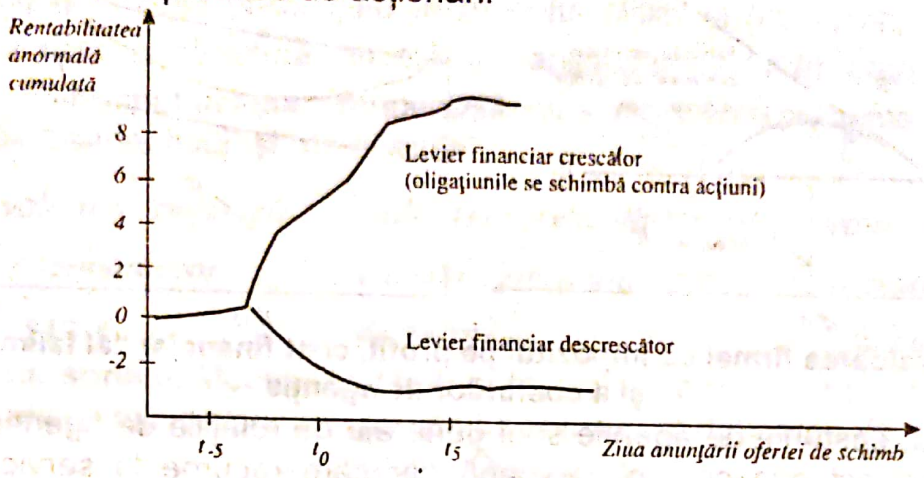


Fig. 8 Evoluția levierului financiar funcție de oferta de schimb

Costurile de agenție. Aceste costuri pot să apară datorită prezenței acționarilor, managerilor şi obligatarilor. Mai întâi să considerăm acționarii şi managerii. Atât timp cât firma este deținută şi condusă de un singur întreprinzător, nu pot să apară complicații. În această situație, întreprinzătorul maximizează propria bogăție, balansând combinația salarii - câştig suplimentar special, (cum ar fi: o maşină a companiei, un birou luxos şi altele), şi valoarea de piață a acțiunilor comune ale firmei.

Pe măsură ce firma se dezvoltă, întreprinzătorul trebuie să-şi asigure nevoile financiare cu ajutorul fondurilor externe, emițând acțiuni comune sau obligațiuni. Mai mult, pe măsura dezvoltării firmei, cei care asigură noul capital (patronii) delegă autoritatea de decizie unui grup de management, separat (acesta este agentul a cărui prezență determină cheltuiala amintită), delegare care poate duce la un conflict de interese, fie între agent şi patron, fie între patroni. Asemenea conflicte pot fi rezolvate numai prin costurile de agenție, care diminuează valoarea firmei. Diferența între prețul acțiunii fără probleme cu existența agenției şi prețul când există "problema agenției" apărută prin vânzarea de acțiuni emise pentru procurarea capitalurilor noi necesare investițiilor, reprezintă un cost de agenție care conduce la reducerea valorii firmei. Pe de altă parte, întreprinzătorul şi noii co-proprietari pot intra într-un acord, prin care să asigure că întreprinzătorul va acționa în interesul tuturor acționarilor, din care cauză nu va apare un cost "de agenție".

O altă formă a problemei "de agenție" apare între acționari şi obligatori. Dacă împrumutul este mai riscant, tendința va fi de transformare a obligațiunilor în acțiuni şi, pentru a preveni o "expropriere" a bogăției lor, obligatarii vor cere tipuri variate de acțiuni în vederea asigurării precum şi mecanisme de supraveghere. Costul creerii acestor instrumente este un alt cost de agenție (fig.9)

Scanned with OKEN Scanner

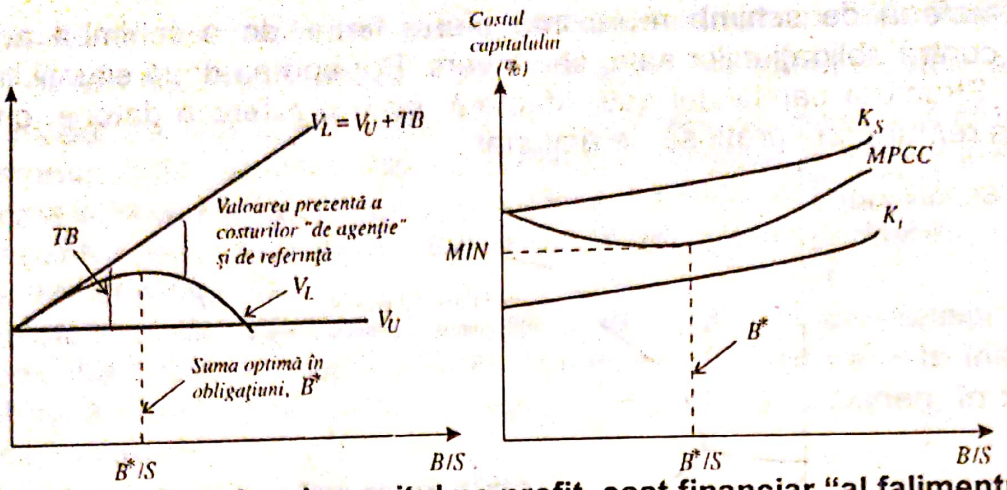


Fig. 9 Valoarea firmei cu impozitul pe profit, cost financiar "al falimentului" şi a costurilor de agenţie

Deci, costurile de agenţie sunt generate de relaţiile de agenţie definite ca fiind un contract prin care o persoană oarecare recurge la serviciul unui terţ pentru a îndeplini, în numele său şi pentru contul său o sarcină precisă.[1] Acestea sunt de fapt relaţii de mandat, prin care un mandatar execută dispoziţiile date de mandant. Practicarea acestor relaţii este menită să aplaneze conflictele dintre părţi, în cazul în speţă, dintre acţionari şi managerii întreprinderii.

Prin urmare, repartiţia optimală între datoriile pe termen lung şi capitalurile proprii este aceea, care luînd în considerare costurile de agenţie maximizează valoarea firmei. În aceste condiţii optimul este dat de nivelul minim al costurilor totale de agenţie (fig. 10)

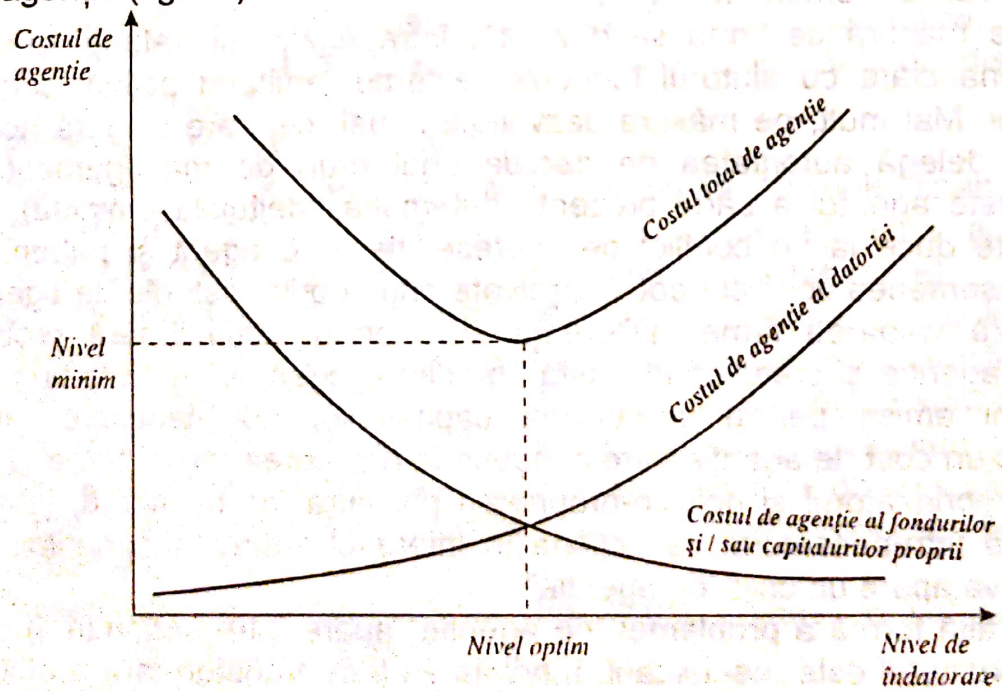


Fig. 10 Nivelul minim al costurilor de agenţie şi structura optimă a capitalului.

[1] G. Pinches- Op. Cit. p. 413

Scanned with OKEN Scanner

Valoarea firmei cu o structură a capitalului care cuprinde atât acțiuni, cât şi obligațiuni şi care include costuri financiare "de faliment" şi "de agenție", V_L, la început creşte, dar apoi descreşte la un nivel mai mic decât cel corespunzător unei firme de tipul celei prezentate în modelul Miller şi Modigliani situația "cu taxe", V_L. Există o structură optimă a capitalului B^*/S în care avantajele provenite din împrumuturi sunt compensate cu suma valorii prezente a costurilor financiare ale "falimentului" şi "de agenție".

$$V_L = V_U + \text{valoarea prezentă a economiilor de taxe} - \text{valoarea prezentă a costurilor financiare de faliment} - \text{valoarea prezentă a costurilor "de agentie"}$$

Impozitele personale. Modelul lui Miller şi Modigliani a inclus impozitul pe profit, dar nu şi impozitele personale (pe venitul obținut din deținerea de acțiuni şi obligațiuni). Din relația:

$$V_L = V_U + TB \quad \Rightarrow$$

$$\Rightarrow G_L = V_L - V_U = TB, \text{ unde}$$

G_L - câştigul obținut din utilizarea levierului financiar, care creşte, la fel ca şi valoarea firmei, pe măsură ce firma utilizează îndatorarea (obligațiunile) într-o mai mare măsură. Prin urmare structura optimă a capitalului este 100% obligațiuni .

Dar ce se întâmplă dacă firma utilizează datoria când există impozitul pe profitul firmei şi impozite personale ? Merton Miller a ajuns la următoare ecuație:

$$V_L = V_U + \left[1 + \frac{(1-T)(1-T_{ps})}{(1-T_{pb})}\right] B$$

unde: T - rata impozitului pe profit;

T_{ps} - rata impozitului pe venitul acțiunilor;

T_{pb} - rata impozitului pe venitul obligațiunii (dobânda):

Avem:

$$G_L = \left[1 + \frac{(1-T)(1-T_{ps})}{(1-T_{pb})}\right] B$$

Cazul particular:

$T_{ps} = 0$, $T_{pb} = 0$, $G_L = TB = \text{beneficiul firmei după scutirea de impozite}$

Incluzând impozitele personale, obiectivul este de a maximiza venitul după toate impozitele calculate atât pentru profitul firmei cât şi pentru cele personale). Astfel dacă T_{ps} este mai mică decât T_{pb}, atunci în condițiile constanței altor factori, rentabilitatea înainte de impozitul pe venitul din

Scanned with OKEN Scanner

obligaţiuni, trebuie să fie destul de înaltă să compenseze impozitul suplimentar ce trebuie plătit pe venitul din obligaţiuni. Dacă această relaţie nu este adevărată, atunci investitorii nu cumpără niciodată obligaţiuni. Chiar dacă firma primeşte o subvenţie, prin deductibilitatea din impozit a plăţilor privind dobânzile, acest câştig este anulat, deoarece plata dobânzii a fost globalizată pentru a compensa impozitele personale mai mari, ce trebuie plătite pe venitul din dobândă. În consecinţă, G_L se diminuează şi, de fapt, va dispărea complet dacă $(1-T_{pb}) = (1-T)(1-T_{ps})$. În acest caz rezultatele sunt aceleaşi ca în modelul Miller şi Modigliani "fără impozite" deoarece G_L va fi zero, iar $V_U = V_L$ şi, în mod corespunzător, suma datoriei utilizată de o firmă nu va avea nici un efect asupra valorii acesteia sau a costului capitalului. Această relaţie apare în figura 11

Mai pot fi avute în vedere şi alte scutiri de impozite în afară de cele obţinute prin deducerea dobânzii, cum ar fi amortizarea. Acestea servesc la descreşterea venitului impozabil al firmei, ceea ce implică un declin în probabilitatea de a putea utiliza toate scutirile de impozite referitoare la dobânzi.

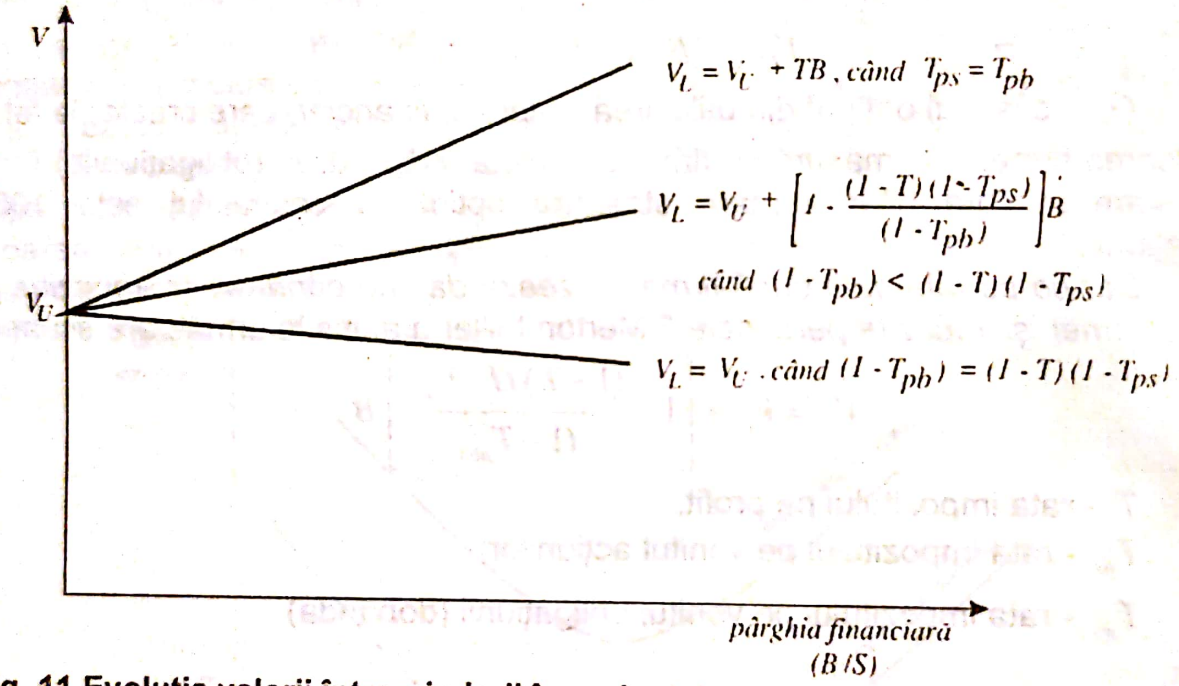


Fig. 11 Evoluţia valorii întreprinderii în variantele propuse de Miller şi Modigliani cu impozit pe profitul firmeii şi impozite pe veniturile personale provenind din dividende sau dobânzi încasate la obligaţiunile deţinute

Informaţiile asimetrice. Un studiu alternativ privind examinarea structurii capitalului se bazează pe credinţa că managerii, ca persoane din interior, dispun de informaţii la care investitorii, din afară, nu au acces - ceea ce se numeşte, de obicei, "informaţii asimetrice".

Aceasta fiind situaţia, alegerea unei structuri a capitalului de către cei din interior poate comunica informaţii despre firmă către investitori şi cauza o schimbare în valoarea firmei.

Scanned with OKEN Scanner

Structura de perspectivă a capitalului şi teoria ordinii preferenţiale

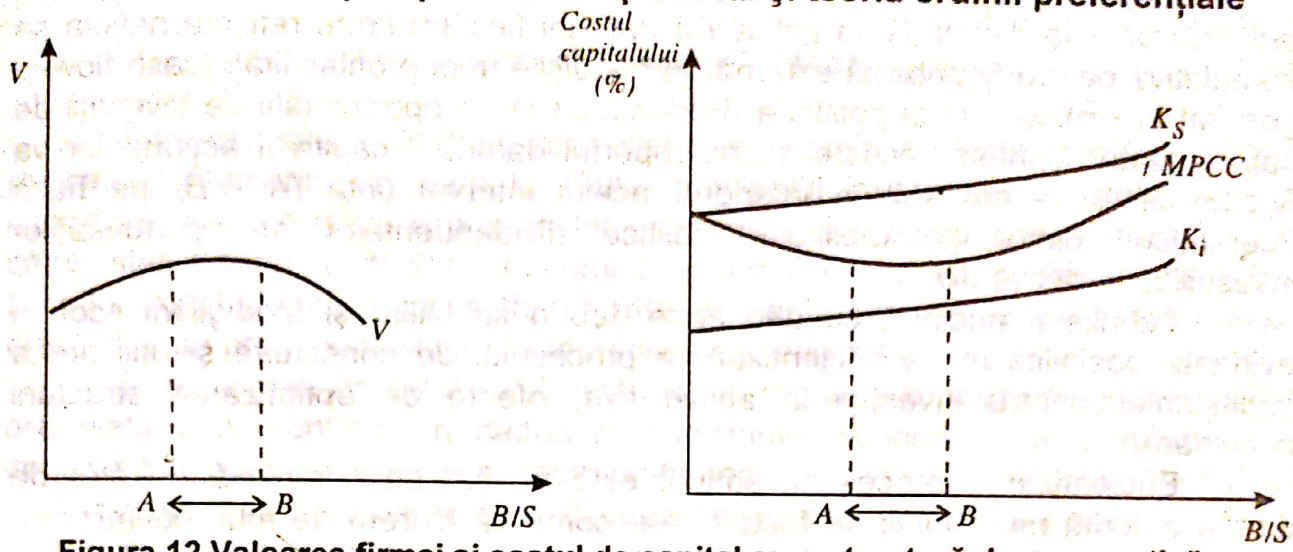


Figura 12 Valoarea firmei şi costul de capital cu o structură de perspectivă a capitalului

Punctul de vedere al structurii preferenţiale a capitalului susţine că nu există un singur nivel optim al datoriei. Mai mult, arată că există o scară a structurii capitalului căreia îndatorarea corespunzătoare este la fel de acceptabilă, adică, în interiorul acestei scări, valoarea firmei, *V*, este maximizată şi media ponderată a costului capitalului este minimizată (fig. 12).

Ideea structurii de perspectivă a capitalului este consecventă cu teoria recent propusă de Myers, numită teoria ordinii preferenţiale care în esenţă presupune că:

- Firmele preferă finanţarea internă deopotrivă din cauza lipsei costurilor de emisiune şi evitării influenţei disciplinei pieţelor financiare.
- Ele stabilesc achitarea dividendelor în numerar pe baza oportunităţilor perceptibile ale investiţiilor şi doresc să evite orice schimbări bruşte în politica dividendelor.
- Politicile dividendelor în numerar sunt menţinute şi nu fluctuaţiile previzibile în generarea internă de cash flow şi oportunităţile de investiţii, ceea ce înseamnă că cel mai des cash flow-ul generat intern este mai mare decât cheltuielile de capital şi rareori este mai mic. Când cash flow-urile sunt mai mari decât nevoia, firma are o trezorerie pozitivă plătind datoriile sau recuperând unele din acţiunile sale comune. Dacă sunt mai mici, firma micşorează rezerva sa de numerar.
- Când finanţarea externă este necesară, firma emite mai întâi obligaţiuni, iar acţiunile comune noi sunt privite ca o a doua cale.

Scanned with OKEN Scanner

Teoria ordinii preferențiale nu furnizează un raport *datorie/capitalul acționarilor* bine definit. Rata actuală a datoriei fiecărei firme reflectă nevoia sa cumulativă pentru finanțarea externă, în condițiile unei profitabilități (cash flow-ul generat intern), şi a unei politici a dividendelor şi de oportunității de investiții de capital, date. Conform acestei teorii, raportul datorie - capitalul acționarilor va fluctua mereu - probabil în interiorul acelui interval țintă *(A - B)* pe baza interacțiunii dintre profitabilitate, politica dividendentelor şi oportunităților investițiilor în active fixe.

Teoriile financiare, cu deosebire, teoria lui Miller şi Modigliani scot în evidență posibilitățile de eficientizare a procesului de constituire şi utilizare a capitalurilor pentru investiții în active fixe, oferite de optimizarea structurii financiare.

Eficientizarea procesului amintit este pe cât de complexă pe atât de dificilă datorită multitudinii de factori care complică extrem de mult optimizarea compoziției capitalurilor destinate investițiilor.

Rezolvările propuse de cei doi economişti pot reprezenta soluții de înfăptuire a obiectivului managementului financiar al firmei, respectiv de sporire a valorii de piață a firmei, prin eficientizarea procesului de constituire şi utilizare a capitalurilor întreprinderii.

Concluzia care se desprinde este aceea că problema finațării pe termen lung a activităților întreprinderii este extrem de complexă şi este dificil de editat reguli generale de gestiune a îndatorării. Alegerea unui mod de finanțare depinde de un număr mare de factori care trebuiesc cu toții luați în considerare în momentul adoptării deciziei.

Dincolo de interpretările date şi soluțiile prezentate, este evident că problema structurii optime a capitalului întreprinderii este înainte de toate o problemă care priveşte manifestarea autonomiei financiare[1]. Ea se rezolvă prin decizii ale managementului financiar, care, pentru a fi bine fundamentate este necesar să se recurgă la ample analize asupra acțiunii tuturor factorilor de influență.

---

[1] Voinea Gheorghe - Autonomia financiară şi autofinanțarea, Revista finanțe, credit, contabilitate, nr. 5/1992, pag. 21

Scanned with OKEN Scanner

5.3. MUTAȚII ÎN MEDIUL ÎNTREPRINDERILOR ROMÂNEȘTI

Lector dr. Angela ROMAN

Între economia condusă centralist şi economia de piața există deosebiri radicale.În România de pâna la 1990, principalul instrument de conducere a economiei şi de reglare a proceselor economice era planul-directivă impus de către stat tuturor unităților economice. Pârghiile economico-financiare erau folosite limitat şi insuficient, astfel că întreprinderile erau lipsite de o autonomie efectivă şi de preocuparea pentru rentabilitate şi eficiență.

În economia de piață rolul hotărâtor în reglarea proceselor economice îl are piața concurențială. În cadrul mecanismului economiei de piață un loc important îl ocupă pârghiile economico-financiare prin care se influențează şi reglează procesele economice,planificarea având doar un caracter orientativ.

În prezent, în țările dezvoltate, economia de piață se caracterizează prin preponderența proprietății private şi libera inițiativă combinată cu intervenția statului, fie direct în cadrul sectorului de stat,fie indirect prin tehnici şi instrumente de influențare a sectorului privat, între care cele financiare ocupă un loc central. Piața este aceea care asigură funcționalitatea şi reglarea economiei şi ocupă locul central în deciziile şi comportamentul agenților economici. Ea este aceea care poate să asigure funcționarea eficientă a economiei, prin jocul cererii şi al ofertei, al prețurilor, concurenței, etc.

Tranziția la economia de piață devine posibilă numai prin restructurarea economiei româneşti în scopul asigurării preponderenței agenților privați, astfel ca reglarea vieții economico-sociale să se realizeze prin mecanismele pieței.

În economia României s-au produs şi trebuie să se mai producă mutații profunde în structurile economice, financiare şi instituționale, în vederea creării pe baze concurențiale a piețelor bunurilor şi serviciilor,capitalului şi forței de muncă.Acest lucru presupune:

- descentralizarea procesului de luare a deciziilor la nivel de întreprindere şi acordarea unei largi autonomii funcționale şi financiare întreprinderilor;
- practicarea creditului comercial între întreprinderi,punerea în circulație a efectelor de comerț, practicarea operațiunilor de scontare şi reescontare a cambiilor;
- dezvoltarea şi consolidarea sistemului bancar astfel încât să asigure posibilități de finanțare pentru întreprinderile care merg bine şi să le penalizeze pe cele care înregistrează pierderi;
- consolidarea pieței financiare;
- privatizarea întreprinderilor;
- adoptarea de măsuri viabile pentru înlăturarea blocajului financiar şi a plăților restante;
- asigurarea unui cadru juridic adecvat perioadei de tranziție la economia de piață şi respectarea acestuia;
- asigurarea convertibilității şi la extern a monedei naționale etc.

Scanned with OKEN Scanner

Economia românească se află în plin proces de restructurare şi de reorientare spre forme specifice economiei de piaţă.

Una din problemele fundamentale ale procesului de tranziţie o constituie transformarea întreprinderilor în agenţi ai economiei de piaţă, schimbarea comportamentului lor, găsirea modalităţilor de influenţare şi de stimulare a acestora în vederea relansării producţiei şi a investiţiilor. Astfel, după cum remarcau S.Fisher şi A.Gelb (în "The Process of Socialist Economic Transformation",material publicat in Jurnal of Perspectives nr4,vol.5,1991) "reforma întreprinderii este inima procesului de transformare" şi presupune privatizarea şi restructurarea acesteia.

În România, prima etapă în procesul reformei întreprinderii a reprezentat-o transformarea întreprinderilor în societăţi comerciale pe acţiuni, acordarea unei autonomii depline acestora.

Descentralizarea activităţii economice şi investirea agenţilor economici cu autonomie decizională şi libertate de acţiune au surprins soçietăţile comerciale practic nepregătite. Obişnuite să-şi desfăşoare activitatea pe baza planului, multe dintre întreprinderi au avut un comportament inerţial.

Trecerea bruscă de la conducerea centralizată la autonomie funcţională şi financiară, în condiţiile menţinerii în funcţiune a unor structuri şi mecanisme vechi, a lipsei şi insuficienţei cadrului legislativ au condus la scăderea accentuată a producţiei şi productivităţii muncii, la agravarea blocajului financiar.

Economia românească are un număr însemnat de întreprinderi care înregistrează pierderi, datorii mari faţă de alte întreprinderi, bănci, bugetul statului. Astfel, s-au accentuat dezechilibrele din economie (inflaţie, şomaj, dezechilibrul balanţei de plăţi etc.), scăderea producţiei şi a investiţiilor.

Sectorul întreprinderilor de stat (sector neperformant al economiei) continuă să consume materii prime, materiale, energie în activităţi producătoare de mărfuri şi servicii care nu-şi acoperă cheltuielile sau nu se vând şi reuşeşte să supravieţuiască pe seama neonorării obligaţiilor faţă de furnizori, faţă de bugetul de stat şi bugetul asigurărilor sociale de stat.

Măsurile de politică monetară restrictive adoptate în vederea combaterii inflaţiei (majorarea ratei dobânzii, emisiuni reduse de monedă) nu au avut efectul scontat şi au afectat negativ sectorul întreprinderilor private.Aceasta pentru că sectorul întreprinderilor de stat nu este afectat de măsurile de politică monetară restrictivă, răspunzând la acestea prin neonorarea obligaţiilor financiare,inclusiv către bugetul statului. În aceste condiţii, reducerea inflaţiei, înlăturarea dezechilibrelor din economie nu se poate realiza dacă nu se acţionează în sectorul neperformant al economiei. Întreprinderea de stat nu poate funcţiona satisfăcător decât într-un mediu în care predomină sectorul privat al economiei.

Dacă în economia condusă centralist scopul principal al întreprinderii era de a produce în vederea îndeplinirii cifrelor de plan,în economia de piaţă deciziile privind producţia şi investiţiile sunt subordonate criteriului financiar al profitului şi al rentabilităţii.

Scanned with OKEN Scanner

Funcția principală a întreprinderii este de a produce potrivit cerințelor pieței. În noile condiții,pentru a se putea menține şi dezvolta, întreprinderea trebuie să se adapteze rapid şi continuu la cerințele pieței şi la schimbările mediului extern.

Adaptarea activității întreprinderii la cerințele pieței reprezintă o necesitate vitală pentru multe dintre societățile comerciale româneşti. În aceste condiții, managerii trebuie să aibă un comportament nou față de piață, corespunzător regulii enunțate sintetic de expertul japonez: "Market in- Product out". În condițiile în care, un număr mare de întreprinderi produc fără să aibă piețe de desfacere asigurate s-a ajuns la o creştere însemnată a stocurilor de produse finite nevîndute şi chiar nevandabile. În acest context,unele întreprinderi vând fără să încaseze şi cumpără fără să plătească, agravându-se blocajele financiare şi plățile restante. În consecință, privatizarea întreprinderilor, restructurarea sau lichidarea întreprinderilor nerentabile reprezintă o condiție indispensabilă pentru ieşirea economiei româneşti din actuala criză şi pentru revigorarea acesteia.

Desfăşurarea procesului de privatizare în economia românească trebuie să țină seama de realitatea existentă, şi anume:

- participarea redusă a întreprinzătorilor români la procesul de privatizare. Inflația a generat şi o redistribuire a veniturilor în favoarea unor categorii de populație şi în defavoarea altora, astfel că o parte din populație se află în imposibilitatea de a realiza economii şi deci de a oferi capital pe piața capitalului;
- dinamica investițiilor străine de capital este mică în raport cu nevoile de capital ale economiei româneşti. Aceasta, pentru că investitorii străini urmăresc ca investițiile lor să fie protejate, să beneficieze şi de existența unei stabilități politico-sociale;
- înrăutățirea situației financiare a întreprinderilor de stat,ca urmare a acumulării de noi datorii;
- politica băncilor în domeniul creditului nu ține cont în suficientă măsură de nevoile de finanțare ale economiei;etc.

Posibilitățile de finanțare a activității întreprinderii sunt restrânse în economia românească. Aceasta ca urmare a insuficientei dezvoltării a pieței monetare şi financiare.

Dezvoltarea pieței de capital în România este legată de procesul de privatizare a întreprinderilor cu capital de stat,de apariția unor noi întreprinderi private,cu sau fără participarea capitalului stăin. Pe baza realităților din economia românească se poate constata un nivel nesatisfăcător al acumulării de capital la intern. De asemenea,dinamica investițiilor străine de capital este mică în raport cu nevoile efective de capital.

În ceea ce priveşte piața monetară din România, aceasta este în curs de formare şi comportă doar refinanțarea băncilor comerciale de către Banca Națională a României. În țările dezvoltate cu economie de piață, au acces direct pe piața monetară şi întreprinderile, prin biletele de trezorerie, procurîndu-şi fonduri independent de circuitul bancar tradițional şi în condiții mai favorabile.

Scanned with OKEN Scanner

Pe baza realităților din economia românească, principalele dificultăți cu care se confruntă agenții economici sunt:

- insuficiența resurselor financiare;
- lipsa de comenzi;
- nivelul tehnic şi tehnologic scăzut;
- necunoaşterea cerințelor pieței;
- lipsa experienței în domeniul managementului şi marketingului;
- metode,pârghii şi instrumente neadecvate etc.

Pentru ca economia românească să poată fi orientată spre piață, statul trebuie să asigure îndrumarea prin instrumente financiar-monetare a proceselor economice. În acest sens, se are în vedere, acțiunea exercitată prin pârgii financiar-monetare ca: impozite, taxe, rata dobînzii. În actuala perioadă de tranziție la economia de piață, statului îi revin sarcini importante privind: asigurarea şi respectarea cadrului juridic şi concurențial specific tranziției; înfăptuirea privatizării; stimularea producției interne; îmbunătățirea fiscalității; crearea unui sistem de pârghii şi instrumente specifice economiei de piață; asigurarea protecției sociale; etc.

Stabilizarea macroeconomică nu poate fi realizată în lipsa privatizării şi a restructurării.

După cum remarca profesorul universitar dr.Vasile Turliuc "*fără statornicirea întreprinderii private, fireşte, cu preponderența întreprinderii societate pe acțiuni şi fără reconstruirea din temelii a mecanismului financiar în acord cu noile reprezentării despre dimensiunea financiară a economiei, potențarea rolului stimulativ al finanțelor, deblocarea financiară a economiei şi depăşirea acuzatei lipse de bani nu este realizabilă*" (Vasile Turliuc, coordonator, "Dimensiunea financiară a întreprinderii", Editura ECO'ART, Iaşi, 1995, p.15).

În opinia noastră, schimbarea mecanismului financiar reprezintă principalul factor propulsor al eficienței economice.Avem în vedere o altă concepere şi funcționalitate a mecanismului financiar, în care intervenția directă a statului să fie, în mare măsură înlocuită prin acțiunea indirectă de influențare a comportamentului agenților economici.Statul trebuie să favorizeze inițiativa agenților economici,să ducă o politică de promovare a agenților economici cu activitate profitabilă şi de eliminare a agenților economici care lucrează cu pierderi.

Scanned with OKEN Scanner

5.4. POLITICA FINANCIARA A INTREPRINDERII ŞI MEDIUL ECONOMICO-SOCIAL

Lector drd. Mihaela ONOFREI

Una dintre trăsăturile dezvoltării economiei contemporane este intensificarea fară precedent a raporturilor întreprinderii cu mediul. Agentul economic - producător sau consumator - deţine un rol activ în transformarea mediului şi în acţiunile sale asupra altor forme, în scopul realizării obiectivelor pe care şi le propune. "Numai atunci când se au în vedere locul special şi rolul activ în economie şi în societate, în mod implicit se recunoaşte că agentul economic este purtătorul unei energii de schimbare a mediului în care se află".[1]Păstrându-şi atributele esenţiale - activitate, iniţiativă, drept de alegere, drept de decizie - întreprinderea evoluează într-un mediu complex, format din patru universuri strâns legate între ele şi anume:

- universul economic;
- universul financiar;
- universul social;
- universul statal.

Întreprinderea are numeroase contacte cu alţi agenţi economici, cu care schimbă bunuri şi servicii prin intermediul banilor. Aceste schimburi dau naştere universului financiar care este simultan atât un univers de sine stătător, cu reguli şi trăsături proprii, prin care se schimbă active financiare şi moneda, cât şi un segment al universului economic. Contextul social este reprezentat de agenţii economici şi financiari care se întâlnesc pe diferite pieţe şi între care apar raporturi diverse. Aceşti agenţi se pot grupa astfel:

- furnizori, pe care întreprinderea îi găseşte pe piaţa de materii prime şi servicii - clienţi, pe care întreprinderea îi întâlneşte pe piaţa de produse şi servicii;
- salariaţi şi conducători, pe care întreprinderea îi întâlneşte pe piaţa muncii;
- acţionari sau asociaţi, intermediari financiari sau creditori pe care întreprinderea îi contactează pe piaţa financiară.

Întreprinderea are totodată raporturi multiple cu persoane fizice sau juridice, care vizează vânzări-cumpărări de mărfuri, angajări şi plata drepturilor de personal, formarea capitalurilor. Agenţii economici întreţin contacte şi cu societăţi de asigurare, către care achită prime de asigurare şi de la care vor beneficia, în anumite situaţii, de plata unor despăgubiri, cât şi cu organe de asigurări sociale, faţă de care întreprinderea are obligaţii privind formarea unor fonduri necesare asigurării condiţiilor de trai, conform legislaţiei în vigoare.

Raporturile întreprinderii cu statul deţin un loc foarte important, deşi nu întotdeauna se desfaşoară, în condiţii unanim acceptate de ambele parţi. Cu

---

[1] Iancu, A. - Ştiinţa economică şi interferenţele ei; Editura Ştiinţifică, Bucureşti, 1992, p.175.

Scanned with OKEN Scanner

toate acestea, deciziile financiare adoptate la nivel microeconomic poartă deseori amprenta politicii financiare de la nivel macroeconomic. Astfel, dacă agenții economici cu capital de stat sau privat, au ca mobil principal de acțiune obținerea unor profituri cât mai mari, autoritățile publice, prin mijloacele şi metodele de care dispun, trebuie să le sprijine efortul; fie prin crearea cadrului organizatoric şi juridic adecvat obținerii unor credite în condiții avantajoase, fie prin finanțarea unor programe de cercetare ştiințifică din cheltuieli publice sau prin acordarea unor facilitați fiscale.

În raporturile cu întreprinderile, statul poate apare ca un "reductor de incertitudini", după cum îl definea Pierre Masse, care permite dialogul între "parteneri sociali", în vederea explorării tuturor posibilităților pentru a acționa în viitor. De asemenea, la dimensionarea prelevărilor obligatorii de la agenții economici acțiune care ține de politica financiară - organele de decizie nu trebuie să piardă din vedere faptul ca depăşind un anumit nivel, acesta limitează posibilitățile de sporire a producției, cu efecte nefavorabile asupra creşterii economice. Impozitul influențează raporturile dintre costul şi prețul bunurilor şi serviciilor, el nu este neutru. O măsură luată, de stat pe linia fiscălității se traduce într-o urcare a prețurilor unor bunuri în raport cu altele, "riscând sa confişte o parte din produsul național, fără posibilitatea reconstituirii lui".[1]

Întrebarea care apare în mod firesc este, până unde poate interveni statul în politica financiară a unei întreprinderi, ştiut fiind ca misiunea acesteia este de a rezolva aspecte legate de metodele de procurare şi de utilizare eficientă a fondurilor, asigurarea echilibrului financiar, fixarea prețurilor şi reducerea costurilor. Pentru a rezolva această problemă, trebuie luat ca sistem de referință, forma de proprietate asupra mijloacelor de producție.

Într-o economie condusă centralist, capacitatea decizională a întreprinderii se reduce simțitor. Statul este cel care stabileşte cine sunt furnizorii de materii prime şi cui se vor vinde produsele. Întrucât nu se ține cont de raportul dintre cerere-oferta, prețurile se stabilesc în mod administrativ, eliminând astfel concurența. De fapt concurența, la fel ca şi falimentul sunt incompatibile cu economia de "comandă" şi cu planul "unic", toate întreprinderile supraviețuind, chiar cu probleme financiare, în virtutea mecanismului de compensare a plăților sau a subvenționarii de la buget a întreprinderilor cu tehnologii învechite.

Economia centralistă uniformizează întreprinderile, prezența statului în spatele fiecăreia, lăsând impresia absolvirii de răspundere, amputând dorința de inovare, creând un fals sentiment de protecție socială prin plata salariilor, indiferent de gradul de realizare a producției şi mai ales de calitatea acesteia. Singurele domenii în care o întreprindere poate decide, în condițiile economiei planificate centralist, rămân probabil rentabilizarea activității şi efectuarea de investiții; organizarea activității de control intern pe baza fondurilor proprii create la nivel micro, după stabilirea rezultatului financiar.

---

[1] Văcărel, I. (coord.) - Finanțe publice, Editura Didactică şi Pedagogică - RA, Bucureşti, 1993, p.85.

Scanned with OKEN Scanner

"În socialismul de stat, în forma sa pură - sublinia Branko Milanovic[1] - toate deciziile economice sunt luate de stat. Există, de fapt numai un agent economic - statul. Gradul de libertate (autonomie) pentru întreprinderile individuale este nul... Socialismul de stat pur este, prin urmare, compatibil numai cu un nivel al intervenţiei de stat în economie, nivelul extrem. Când anumite controale asupra inputurilor şi outputurilor ale firmelor sunt relaxate, acestea ţâşnesc din nou la viaţă. Ele nu mai sunt subdiviziuni ale unui singur total. Pe măsură ce acest lucru se întâmplă, modul de coordonare între firme tinde să devină descentralizat. Firmele nu mai cheamă centrul dacă livrarea inputurilor întârzie; ele încearcă să găsească alte firme care pot oferi bunurile sau promit preţuri mai ridicate la furnizori. Legăturile orizontale dintre firme înlocuiesc imediat coordonarea verticală (centru-întreprindere)".

Economia de piaţă schimbă total cadrul de desfăşurare a activităţii agenţilor economici. Competiţia, riscul, precauţia şi speculaţia sunt considerente fundamentale pentru reuşita în afaceri şi pentru a mări viabilitatea întreprinderii. "Cu deosebire în economia de piaţă, viabilitatea din punct de vedere financiar poate fi considerată o condiţie sine qua non a menţinerii în funcţiune şi dezvoltării unei întreprinderi, supus inevitabil acţiunii favorizante sau inhibante, nu numai a factorilor endogeni ci şi a celor exogeni".[2]

În asemenea situaţii, politica financiară a întreprinderii are un rol foarte important. Deciziile de politică financiară se sprijină pe structura financiară adoptată de întreprindere în funcţie de obiectivele sale şi de rentabilitatea urmărită, fiind aproape exclusă - în totalitate, imixtiunea statului. Abordarea structurii financiare necesită o anumita prudenţă, întrucât "determinante pentru prezentul şi viitorul unei întreprinderi se dovedesc a fi opţiunile privind modalităţile de procurare a resurselor financiare şi constituire a capitalurilor, în raport cu destinaţiile şi durata utilizării acestora condiţionate la rândul lor, de profilul activităţii şi factorii de influenţă specifici, luând în considerare costul fiecărei surse, gradul de incertitudine şi nivelul de risc al investiţiei, etc., inclusiv capacitatea întreprinderii de a-şi acoperi nevoile pe seama capitalului propriu"[3] .

Gradul de responsabilitate în materie decizională sporeşte foarte mult, ţinând cont de transformările înregistrate în structura capitalului firmelor, în timp. Intr-un articol publicat de Olivier Robert de Massy în anul 1990 în Revue Banque nr. 501 se apreciau următoarele:

- înainte de 1985, întreprinderile manifestau o preferinţă netă pentru îndatorare, în defavoarea recursului la resurse pe piaţa financiară;
- între 1985-1987 s-a înregistrat o reducere a preferinţei pentru credit şi o creştere a operaţiunilor legate de titlurile pieţei financiare. Raportul Consiliului

---

[1] Iancu A. - op. cit., p.285

[2] Filip, Gh. - *Viabilitatea financiară a întreprinderii şi îndatorarea*; în lucrarea "Dimensiunea financiară a întreprinderii", Editura ECO' ART, SEDCOM LIBRIS Iaşi, 1995, p.128

[3] Filip, Gh. - op.cit.

Scanned with OKEN Scanner

Național al Creditului pentru 1986 este foarte explicit. Intermediarii financiari care asigurau în 1981, aproape 80 % din nevoile de finanțare a economiei, nu mai acopereau decât 40 % în 1986. De fapt, anul 1986 marchează el însuşi, un recul considerabil al nivelului ratei dobânzii de intermediere (o scădere cu 20% a acesteia).

Astfel, structura financiară comparată a întreprinderilor din Europa de Vest arată astfel[1]:

Informații oficiale din surse bancare	Franța Belgia Spania Luxemburg	Italia	R.F.G.	Marea Britanie
Fonduri proprii	Relativ scazute (25%)	Scăzute (20%)	Puternice (35%)	Puternice(33%)
Fonduri asimilate celor proprii	Puțin importante (0-5%)	Inexistente	Foarte importante (5-10%)	În creştere
Împrumuturi pe termen lung	Importante (5-12%)	Medii	Scăzute	Scăzute
Credite pe termen mediu	Importante (5-12%)	Scăzute	Scăzute	Scăzute
Credite bancare de exploatare	Credite pe obiecte	Credite pentru descoperire	Credite globale de exploatare	Credite pentru descoperire
Credite acordate între întreprinderi	Importante (pe 3 luni)	Foarte importante (pe 5 luni)	Scăzute (pentru o lună)	Scăzute (între 1-5 luni)
Ajutoare publice	În scădere	Importante	Importante	Scăzute
Credit-bail (Leasing)	În creştere	Slab	Importante	Foarte importante

Scăderea interesului pentru îndatorare este explicată şi de riscurile pe care le presupune că este o "...metoda de finanțare riscantă, pentru împrumutat, dar şi pentru împrumutător. Din punctul de vedere al întreprinderii care foloseşte împrumuturi, îndatorarea comportă riscul de a nu face față obligațiilor de plată de creditori (rambursări şi dobânzi), iar un volum mare al datoriilor exigibile neonorate o poate face insolvabilă, ducând-o la faliment şi pierderea capitalului propriu"[2].

Este cunoscut faptul că, politica economică fundamentală a unei întreprinderi este cantonată în patru direcții de acțiune:

- obținerea de profit;
- creşterea activului;
- asigurarea securității financiare;
- capacitatea de adaptare.

Având clar stabilite coordonatele dezvoltării, întreprinderea are autonomia necesară de a decide şi de a alege calea de urmat. Nu întotdeauna, deciziile

---

[1] Court, A., ş.a. - ***Haut de Bilan. Trésorerie. Relations banques-entreprises***, Edition Lamy S.A., Paris, 1993, p.5

[2] Filip, Gh. - op. cit.

Scanned with OKEN Scanner

financiare la nivel microeconomic pot fi acceptate şi la cel macroeconomic, ceea ce reliefează caracterul relativ al acestei autonomii, sugerând ideea unei întreceri între întreprindere şi stat: "La fiecare inflexiune a activităţii, statul s-a crezut obligat să susţină şi la fiecare accelerare să frâneze. De asemenea, şi-a creat obiceiul de a se face judecătorul performanţei altora, măsurate în termeni de creştere, de folosire (a forţei de muncă), de preţ sau de schimburi externe. Chiar prin aceasta a orientat interesul către marile probleme: creştere, repartiţie, amenajarea teritoriului... trecând sub tăcere faptul că, nu trebuie să administreze rezultatele miliardelor de operaţiuni ale acestor celule constitutive ale universului economic.

Politica financiară a statului exercită puternice influenţe în activitatea întreprinderii, punându-şi pecetea asupra comportamentului acesteia. Este important însă că, în procesul dezvoltării, raporturile dintre stat şi agenţii economici să se finalizeze prin menţinerea unui sector de stat competitiv cu cel privat, în condiţiile respectării normelor şi reglementarilor juridice de natură economico-financiar - firmele[1].

[1] Betbeze, Jean-Paul - La creation d'entreprise en enjeu local, 1983, p.3

Scanned with OKEN Scanner

5.5. DECIZIA DE INVESTIȚIE ŞI IMPOZITUL PE PROFIT

Asist. drd. Mihaela CAMBOSE

Este recunoscut faptul că prevederile fiscale de reducere sau de scutire de impozit pe profitul firmelor reprezintă stimulente frecvent utilizate în special în țările în curs de dezvoltare, în vederea promovării investițiilor în active fixe. Formele cele mai obişnuite care se aplică sunt acelea în care firmele (de regulă cele nou înființate) din anumite ramuri economice, sunt scutite de impozitul pe profit pe o anumită perioadă determinată, după care se aplică impozitul la rata obişnuită la finele acestei perioade, fie reducerea impozitului pe profitul reinvestit.

Având în vedere existența prevederilor de reducere sau de scutire a impozitului pe profit, există posibilitatea efectuării calculelor de actualizare, în scopul determinării momentului optim de alocare a fondurilor pentru investiții. În timpul acestor prevederi, este de presupus că firmele anticipează că sistemul fiscal se va modifica în timp, că rata de impozit pe profit va reveni la rata statutară după ce scutirea sau reducerea de impozit operează. Aceasta implică faptul că, costul capitalului nu este mult timp invariabil, făcând ca această problemă să fie mai dificil de analizat prin comparație cu alte stimulente fiscale. De remarcat este faptul că, dacă firma este scutită în totalitate de impozitul pe profit pe o perioadă desemnată şi tot atunci investeşte în active amortizabile cu durate mari de viață economică, rata efectivă a impozitului pe profit plătită de firmă depinde de relația dintre rata de amortizare (fiscală) şi adevărata amortizare economică. De pildă, dacă presupunem că în perioada în care operează scutirea de impozit, firma a amortizat în totalitate activele investite în acel interval de timp, dar acestea au o durată de viață economică care depăşeşte acel interval, putem admite că se vor plăti impozite mai mari relativ la acel capital, ca urmare a reducerii ulterioare a cheltuielilor cu amortizarea. Astfel, rata efectivă de impozit aferentă capitalului amortizabil, în timpul prevederilor de scutire de impozit pe profit, va fi pozitivă (sau negativă) dacă rata amortizării fiscale (aplicată la valoarea costului istoric al capitalului, plus rata inflației) este mai mare (sau mai mică) decât rata adevărată de amortizare economică.

Considerăm fundamentarea deciziei de investiții, prin calcularea tuturor economiilor fiscale actualizate de care s-ar dispune, atât pe perioada în care operează reducerea impozitului pe profit, cât şi după aceasta. Pentru moment, ***vom ignora existența impozitelor personale, cât şi posibilitatea finanțării prin capital împrumutat***. Sub aceste presupuneri, în calculele de actualizare a cash-flow-lui, vom utiliza o rată (costul de oportunitate al fondurilor acționarilor) invariabilă, atât în timpul perioadei de reducere a impozitului pe profit, cât şi după aceasta.

De asemenea, presupunem că tot profitul este reinvestit şi că, în oricare din perioade sunt înregistrate cheltuielile cu amortizarea, iar pe timpul acordării acestui stimulent fiscal nu se înregistrează pierderi.

Scanned with OKEN Scanner

În fiecare an se obține diferența între venituri și cheltuieli în valoare nominală $(1+\pi)^t F(K_t)$, unde K_t reprezintă stocul de capital la momentul t, π este rata inflației, veniturile brute fiind reprezentate de funcția de producție stict concavă $F(K_t)$. Am considerat funcția de producție dependentă numai de stocul de capital, fără luarea în considerare a factorului muncă (salariile sunt deductibile fiscal, neexistând consecințe fiscale aferente acestora). Investiția brută, I_t, va fi dependentă de rata de amortizare economică a mijloacelor fixe, δ, plus investiția netă:

(1) $$I_t = \delta K_t + K_{t+1} - K_t$$

Fie $t = 0$, momentul în care firma își începe activitatea și $t = t^*$ momentul final al perioadei de reducere a impozitului pe profit, când firma va plăti rata de impozit statutară. Înainte de t^* ($t = 0,\ldots,t^*-1$), profiturile impozabile, veniturile nete de cheltuielile deductibile cu amortizarea, vor fi impozitate la rata u_0, iar pentru $t \geq t^*$ la rata u, cu $u > u_0$. Veniturile nete vor fi egale cu $F(K_t)(1-u_0)$[1], iar cheltuielile reale cu investiția brută, având în vedere valoarea prezentă a economiilor fiscale din amortizare, vor fi $I_t(1-A_t)$. În intervalul în care operează reducerea de impozit pe profit, valoarea economiilor fiscale la o unitate monetară de investiție brută (A_t) este variabilă la fiecare moment de timp.

Presupunem că, firma beneficiază și de un credit fiscal pentru investiții de rată ϕ din valoarea investiției brute, bonificație deductibilă din venitul impozabil. Rata de amortizare, presupusă a fi în forma liniară este α, aplicată asupra prețului de achiziție al mijlocului fix. Ca atare, la momentul $s>t$, bonificațiile anuale din amortizare, în termeni nominali, care vor fi deductibile din masa profitului impozabil, vor fi de $\alpha(1-\phi)(1+\pi)^t$. Înainte de t^*, toate bonificațiile sunt deduse la rata de impozit pe profit u_0, iar după t^*, valoarea rămasă de amortizat se va deduce la rata u. Întrucât valorile economiilor fiscale din amortizare se înregistrează anual și sunt evaluate în termeni nominali, le vom actualiza cu rata nominală a dobânzii i. Valoarea reală a tuturor economiilor fiscale, A_t, actualizate la momentul $t=0$, va fi dată de:

(2) $$A_t = u_0\phi + (1-\phi)\left\{\sum_{s=0}^{t^*-1} u_0\alpha \frac{1}{(1+i)^{s-t}} + \sum_{s=t^*}^{\infty} u\alpha \frac{1}{(1+i)^{s-t}}\right\}.$$

Simplificând ecuația de mai sus prin rezolvarea sumelor, obținem:

(3) $$A_t = u_0\phi + Z\left\{u_0 + (u-u_0)\cdot 1/(1+i)^{t^*-t}\right\},$$ pentru $t < t^*$, unde cu Z am notat $(1-\phi)(1+i)\alpha/i$.

Deci, valoarea tuturor economiilor fiscale, este dată de bonificația inițială ($u_0\phi$), plus valoarea prezentă a celor ce se vor înregistra cu amortizarea mijloacelor fixe în timpul reducerii impozitului pe profit, cât și după aceasta. Constatăm că

[1] O altă presupunere pe care o avem în vedere este ignorarea riscului de exploatare a investițiilor. Numai în aceste condiții ventiturile nete vor fi certe și la valorile specificate.

Scanned with OKEN Scanner

valorile actualizate ale economiilor fiscale cu amortizarea sunt mai mici în cazul în care investiţiile sunt efectuate cât mai aproape de momentul $t=0$, întrucât observăm că raporrtul $1/(1+i)^{t^*-t}$ creşte odată cu t.

Pentru investiţiile efectuate după ce perioada de reducere s-a încheiat, veniturile reale vor fi $F(K_t)(1-u)$, iar costul real al cheltuielilor de investiţii $I_t(1-A_t)$, unde:

$$(4) \quad A_t = u\phi + (1-\phi)\left[\sum_{s=t}^{\infty} u\alpha\left(\frac{1}{1+i}\right)^{s-t}\right] = u(\phi + Z) \text{ , pentru } t \geq t^*.$$

Constatăm pentru acest caz, când nu mai operează scutirea de impozit, că valoarea economiilor fiscale nu variază în timp, întrucât ϕ şi Z nu sunt parametri variabili de timp. Dacă nu ar fi existat creditul fiscal pentru investiţii, $\phi=0$, valoarea prezentă a economiilor fiscale din amortizarea în regim liniar ar fi fost $A_t=u\alpha(1+i)/i$.[1]

Având elementele de calcul pentru cash-flow, putem formula problema de maximizare a valorii firmei. Dacă vom considera factorul $(1+r)$ funcţie de rata reală a dobânzii, r, atunci $(1+r)=(1+i)/(1+\pi)$. În aceste condiţii, valoarea cash-flow-rilor obţinute în cele două perioade de referinţă va fi:

$$(5) \quad V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t}\left\{F(K_t)(1-u_t) - (\delta K_t + K_{t+1} - K_t)(1-A_t)\right\}$$

unde A_t este definit prin ecuaţiile (3) şi (4), iar u_t reprezintă variaţia în timp a impozitului pe profit. Este convenabil să scriem $A_t=A$ pentru $t \geq t^*$, întrucât pentru această perioadă valoarea prezentă a economiilor fiscale aplicate investiţiior brute nu depinde de timp.

Firma îşi maximizează valoarea prin alegerea stocului de capital, K_t, în fiecare perioadă. Ca urmare a creşterii stocului de capital cu o unitate, creşterea valorii firmei va fi determinată de următoarele ecuaţii de maxim:

$$(6_1) \quad \frac{\partial V}{\partial K_t} = \frac{1}{(1+r)^t}\left[F'_t(1-u_0) - (\delta-1)(1-A_t)\right] - \frac{1}{(1+r)^{t-1}}(1-A_{t-1}) = 0 \text{ , pentru } t < t^*$$

$$(6_2) \quad \frac{\partial V}{\partial K^*} = \frac{1}{(1+r)^{t^*}}\left[F_{t^*}'(1-u) - (\delta-1)(1-A)\right] - \frac{1}{(1+r)^{t^*-1}}(1-A_{t^*-1}) = 0 \text{ , pentru } t = t^*$$

$$(6_3) \quad \frac{\partial V}{\partial K_t} = \frac{1}{(1+r)^t}\left[F_t'(1-u) - (\delta-1)(1-A)\right] - \frac{1}{(1+r)^{t-1}}(1-A_{t-1}) = 0 \text{ , pentru } t > t^*.$$

Având în vedere incidenţa fiscalităţii, firma va dori să investească până la momentul în care valoarea după impozitare a produsului marginal al capitalului (creşterea de producţie ca urmare a folosirii unei unităţi suplimentare de capital)

---

[1] În fapt, creditul fiscal pentru investiţii poate fi asimilat cu o bonificaţie iniţială pentru investiţii sau cu creşterea ratei de amortizare pentru primul an de funcţionare; poate fi chiar exclus din analiză, fără modificarea concluziilor finale la care ne referim.

Scanned with OKEN Scanner

egalează costul de utilizare al acestuia net impozite, pentru a fi sigură că contribuția marginală a capitalului la profituri egalează costul marginal al folosirii acestuia. Urmărind raționamentul neoclasic standard al investițiilor, firmele trebuie să compare valoarea produsului marginal al capitalului cu costul său de folosință. Atâta vreme cât valoarea produsului marginal al capitalului - obținută prin derivata de ordinul întâi a funcției de producție în funcție de stocul de capital - depășește costul de utilizare a acestuia,[1] este rentabil ca firma să-și suplimenteze stocul de capital. Astfel, este economică continuarea investiției până în momentul în care producția obținută prin folosirea unei unități suplimentare de capital devine egală cu costul capitalului. Așadar, din formulele (6), firma va trebui să egaleze valoarea marginală a capitalului aferent perioadei *t*, cu costul capitalului dobândit în perioada *t-1*. Dar valoarea marginală actualizată a capitalului reprezintă veniturile marginale nete de impozit $\frac{F_t'}{(1+r)^t}(1-u_t)$, plus ceea ce s-ar obține din vânzarea capitalului net de economiile fiscale actualizate, în perioada *t*: $\frac{(1-\delta)}{(1+r)^t}(1-A_t)$. Costul necesar cumpărării capitalului în perioada *t - 1*, reprezintă costul de achiziție net de economiile fiscale, $1-A_{t-1}$. Vom egala cele două mărimi pentru fiecare din cele trei cazuri luate în considerare.

1) Investițiile efectuate în timpul reducerii impozitului pe profit.

Pentru $t < t^*$, costul utilizării capitalului obținut din ecuația (6_1) este:

$F'_t = \frac{(\delta-1)(1-A_t)}{(1-u_0)} + \frac{(1+r)(1-A_{t-1})}{(1-u_0)}$; adunând și scăzând rA_t, regrupând apoi termenii se obține: $F'_t = \frac{(\delta+r)(1-A_t)}{(1-u_0)} + \frac{(1+r)(A_t-A_{t-1})}{(1-u_0)}$. Efectuând operațiile pentru A_t-A_{t-1}, relația devine:

$$(7_1) \quad F'_t = \frac{(\delta+r)(1-A_t)}{(1-u_0)} + \frac{(u-u_0)(1-\phi)\alpha(1+r)}{(1-u_0)} \cdot \left(\frac{1}{1+i}\right)^{t^*-t}$$

Prin urmare, costul de utilizare a capitalului are două componente. Prima expresie reprezentând costul deținerii unei unități monetare de capital, este suma ratelor reale ale amortizării și dobânzii, ajustate la impozite. Termenul $(1-A_t)$ este costul real al achiziției de capital. Produsul celor două este împărțit la $(1-u_0)$, întrucât veniturile marginale (înainte de cheltuielile de amortizare) sunt impozitate la rata u_0. A doua expresie a relației de mai sus, reprezintă costul pe care îl

[1] Costul de utilizare a capitalului este definit ca fiind amortizarea, respectiv cheltuielile necesare pentru menținerea eficienței productive a capitalului, compensând astfel uzura, plus rata reală a dobânzii, considerând că firma ar fi putut să împrumute acele fonduri și să primească dobânzi, sau să le acorde sub formă de dividende acționarilor.

Scanned with OKEN Scanner

suportă firma achiziționând capital în perioada *t-1*, decât în *t*. Acest lucru îl putem observa întrucât am constatat că raportul $\left(\frac{1}{1+i}\right)^{t^*-t}$ crește o dată cu *t*. Ca urmare, A_t crește o dată cu *t*, de unde rezultă că cheltuielile de investiții efectiv suportate, $I_t(1-A_t)$, scad cu atât mai mult cu cât sunt efectuate mai târziu, motiv pentru care firma suportă un cost investind în anul *t-1*, decât în *t*. Așadar, ultima expresie o putem interpreta ca fiind o penalitate fiscală asupra firmei care investește în active fixe în timpul în care operează reducerea de impozit pe profit, care este cu atât mai mare cu cât *t* este mai mare.

Dacă vom considera cazul în care profiturile sunt în totalitate exceptate de la impunere, $u_0 = 0$. Înlocuind aceasta în relația (7_1), inclusiv pentru valoarea prezentă a bonificațiilor fiscale, obținem:

$$(7_2) \quad F'_t = (\delta + r) - (\delta + \delta\pi - \pi) Zu \left(\frac{1}{1+i}\right)^{t^*-t} \cdot \frac{1}{(1+\pi)}.$$

Întrucât produsul $\delta\pi$ este suficient de mic și admițând că se poate neglija, costul de utilizare a capitalului devine egal cu suma dintre rata de amortizare economică a capitalului și rata reală a dobânzii, mai puțin ceea ce se câștigă din bonificațiile fiscale. Prin investirea în capital în anul *t-1* (obținând venituri în anul *t*), firma înlocuiește δ unități de capital în anul *t*. Aceasta va genera bonificații fiscale la o unitate monetară de capital investit de $Zu\left(\frac{1}{1+i}\right)^{t^*-t}$ numai dacă activele investite se amortizează și pe intervalul de timp t t^* pentru care $u \neq 0$. Prin urmare, dacă $u \neq 0$, relația de mai sus ne conduce la următoarele concluzii:

a) pentru activele amortizate până la $t=t^*-1$, $F' = \delta + r$, relație independentă de valoarea impozitului pe profit. În acestă situație, decizia de investiție în active nondurabile[1], devine independentă de prevederile de scutire de impozit pe profit.

b) pentru activele amortizate inclusiv după $t=t^*$, F' variază în funcție de valorile pe care le au δ și π. Astfel,

- dacă rata amortizării economice este egală cu rata inflației, $\delta=\pi$, capitalul este exceptat de la impunere, caz în care reducerea sau scutirea de impozit nu are efecte asupra deciziei de investiții. Acest caz, a investiției în active durabile, coincide ca efect cu prima variantă, a activelor amortizabile în intervalul de până la $t=t^*-1$.
- dacă $\delta>\pi$, F' descreește și putem afirma că acesta reprezintă cazul în care capitalul este subvenționat, existând șanse ca prevederile de scutire de impozit pe profit să conducă la stimularea investițiilor în activele fixe durabile;

[1] Admitem, de exemplu, situația din realitatea practică pentru care t^* variază de regulă între 5 și 7 ani.

Scanned with OKEN Scanner

- dacă $\delta<\pi$, capitalul este impozitat. Ca atare, chiar dacă $u_0=0$, impozit există. Deşi pare un paradox, aceasta din urmă ar putea fi consecinţa investiţiei în active fixe care se amortizează şi după t^*.

Din relaţiile (7_1) şi (7_2) s-ar remarca şi alte distorsiuni asociate cu reducerile ratelor de impozit pe profit, cu atât mai relevante, cu cât rata este zero. Activele neamortizabile, cum sunt terenurile şi stocurile, apar în totalitate exceptate de la impunere în timp ce $u_0=0$, întrucât $Z=0$. Pentru a favoriza investiţiile în active amortizabile, din a doua inegalitate a cazului b), se observă că există două posibilităţi: majorarea ratei economice de amortizare sau existenţa unei rate mici de inflaţie. Ca urmare, prima posibilitate apare a fi mai la îndemână, prin prisma faptului că poate fi mai uşor dirijabilă.

Există sisteme fiscale în care concomitent cu scutirile de impozit pe profit în vederea stimulării investiţiilor în activele fixe, sunt permise posibilităţile ca cheltuielile cu amortizarea să fie înregistrate după ce a expirat perioada de scutire.[1] Cu alte cuvinte, cu ajutorul acestui stimulent fiscal suplimentar, se doreşte ca în perioada în care operează scutirea de impozit pe profit să nu existe pericolul de a înregistra diferenţă negativă între venituri şi cheltuielile totale, inclusiv cele cu amortizarea. Pentru acestea din urmă, legea prevede înregistrarea lor într-o perioadă convenabilă firmei, de pildă la finele perioadei de scutire de impozit pe profit, când firma are posibilitatea de a realiza economii fiscale aferente cheltuielilor deductibile cu amortizarea.

Dacă vom lua în considerare acest caz, economiile fiscale sunt înregistrate după expirarea perioadei de scutire a impozitului pe profit, $A_t = uZ(1/1+i)^{t^*-t}$, pentru $t \geq t^*$. Având în vedere că $u_0=0$ pentru $t<t^*$ când se efectuează investiţiile, înlocuim relaţia de mai sus în formula costului de utilizare a capitalului, obţinând:

$$(7_3) \quad F'_t = \delta + r - \left[\delta(1+\pi) - (\alpha+\pi)\right] uZ(1/1+i)^{t^*-t} / (1+\pi).$$

Dacă $\delta\pi$ este suficient de mic astfel încât să poată fi neglijat, costul de ulilizare a capitalului poate fi micşorat cu cantitatea de economii fiscale aferentă intervalului de timp $t \geq t^*$.

Expresia de mai sus ne conduce la concluzii asemănătoare desprinse din relaţia (7_2): dacă rata amortizării economice este mai mică (sau mai mare) decât rata amortizării fiscale plus rata inflaţiei, capitalul investit în timpul în care operează reducerea de impozit pe profit, va fi subvenţionat (sau impozitat). Dacă $\delta=\alpha+\pi$, activele fixe vor fi exceptate de la impunere.

Dezvoltând relaţia (7_3), obţinem:

$$F'_t = \delta + r - \delta(1+\pi)uZ\left(\frac{1}{1+i}\right)^{t^*-t} \cdot \frac{1}{1+\pi} + (\alpha+\pi)uZ\left(\frac{1}{1+i}\right)^{t^*-t} \cdot \frac{1}{1+\pi}.$$

---

[1] De pildă în Malaesia şi Coasta de Fildeş există asemenea prevederi, în timp ce în Thailanda şi în Maroc, nu se acordă acest avantaj fiscal suplimentar. În Bangladesh, amortizările neutilizate pot fi reportate nedefinit.

Scanned with OKEN Scanner

Se observă că pentru o α dată, activele amortizabile apar mai puțin stimulate decât cele neamortizabile.

2) Investițiile efectuate la sfârșitul perioadei de reducere a impozitului pe profit.

Când $t=t^*$, rata de impozit pe profit revine la cea normal stabilită de lege. Veniturile vor fi calculate în funcție de stocul de capital deținut în anul t^*, dar care este determinat de noile decizii de investiții efectuate în perioara anterioară, când a operat reducerea (scutirea) de impozit. Deci, valoarea prezentă a economiilor fiscale este parțial influențată de deciziile de investiții aferente perioadei t^*-1, chiar dacă venitul generat în t^* este impozitat în totalitate. Prin urmare, costului de utilizare a capitalului se obține din relația (6_2) în care se înlocuiește A_t determinată din relațiile (3) şi (4). Obținem:

(8) $$F_{t^*}^{*} = \frac{(\delta+r)(1-A)}{(1-u)} + \frac{(1+r)(u-u_0)[\phi+\alpha(1-\phi)]}{(1-u)}$$, independent de regimul de amortizare ales[1] şi cu $A=u(\phi+Z)$. Costul de utilizare a capitalului pentru anul t^*, este egal cu suma dintre δ şi r, dar ajustate la impozite în două moduri. În primul rând, impozitul pe profit asupra veniturilor obținute după perioada de reducere, este cel la rata statutară. În al doilea rând, costul capitalului este ajustat cu valoarea prezentă a economiilor fiscale (A) care sunt atrase cu ocazia înlocuirii capitalului în anul t^*. Întrucât decizia privitoare la stocul de capital în anul t^*, este determinată de perioada în care a operat reducerea de impozit pe profit, trebuie făcute corecții pentru pierderile de economii fiscale aferente investițiilor în t^*-1. Această penalitate fiscală este surprinsă de al doilea membru din relația de mai sus.

3) Investiții efectuate după perioada de scutire de impozit pe profit.

Când $t>t^*$, profiturile firmei sunt impozitate la rata obişnuită atât în timpul când investeşte, dar şi în intervalul de timp în care se obțin venituri. În acest caz, costul de utilizare a capitalului devine:

(9) $$F^{*} = \frac{(\delta+r)(1-A)}{(1-u)}$$.

Prin urmare, costul capitalului de consum după perioada de scutire de impozit pe profit, este ajustat la rata statutară de impozit şi la valoarea economilor fiscale aferente acestei perioade.[2] Se observă că pentru $t \geq t^*$, F^{*} nu variază în timp.

---

[1] Efectuând calculele pentru regimul de amortizare degresiv sau accelerat, relația nu se modifică. Chiar rata de amortizare în regim accelerat pentru primul an de funcționare poate fi considerată ca fiind ϕ.

[2] Ne-am referit la cazurile în care mijloacele fixe nu sunt achiziționate din import. Dacă ar fi fost achiziționate din import şi dacă amortizarea s-ar calcula în funcție de prețul total al mijloacelor fixe, termenul $(1-A)$ ar fi trebuit multiplicat cu $(1+\tau)$, unde τ este rata TVA, inclusiv eventualele taxele vamale.

Scanned with OKEN Scanner

Putem conchide chiar şi din acest model simplificat că prevederile de reducere sau de scutire a impozitului pe profit instituite în vederea încurajării investiţiilor în active fixe de lungă durată, nu sunt chiar atât de generoase aşa după cum s-ar putea crede la prima vedere. O firmă care trebuie să deducă cheltuielile cu amortizarea, de pildă în timpul prevederilor de scutire de impozit pe profit, ar putea suporta o rată de impozit comparativă mai mare, dacă bonificaţiile rămase după acea perioadă sunt inadecvate în relaţia cu capacitatea activului fix de a genera venituri. Se pare că, dacă se urmăreşte încurajarea investiţiilor de capitaluri durabile, cazul particular al scutirii de impozit pe profit se dovedeşte a fi un stimulent sărac, cel puţin prin comparaţie cu alte stimulente fiscale potenţiale.

O rată redusă de impozit pe profit poate să fie generoasă pentru firmele care utilizează factori de producţie neamortizabili, cum ar fi terenurile şi stocurile, întrucât aceste investiţii sunt exceptate de la impunere. De asemenea, şi factorul muncă poate fi stimulat prin participarea salariaţilor la profit, cu atât mai mult cu cât sumele la nivel individual sunt exceptate de la impunere, admiţând impozitarea câştigurilor de acest fel doar la nivelul profitului brut.

În sfârşit, este posibil - din experienţa ţărilor industrializate şi a celor în curs de dezvoltare - ca prevederile de scutire sau de reducere a impozitului pe profit, să reprezinte mijloace costisitoare de a promova investiţiile. Desigur că, acele stimulente fiscale care nu iau în considerare limitările de capacitate a administraţiilor fiscale, vor aduce mai puţin de o unitate monetară de investiţie pentru fiecare unitate monetară pierdută din încasările guvernamentale, care pot determina în viitor dezechilibre fiscale şi, care tot atât de puţin vor încuraja atunci investiţiile. Pe de altă parte, pierderile de încasări guvernamentale ar putea fi finanţate din impozite mai mari aplicate altor activităţi economice, care astfel vor fi defavorabil afectate, neexcluzând nici posibilitatea apariţiei de presiuni din partea altor industrii care ar solicita acelaşi tratament, sau chiar accentuarea evaziunii fiscale.

Deşi în exemplul prezentat mai sus am folosit presupuneri destul de simplificatoare, ***introducerea în ecuaţiile de echilibru a impozitelor personale***, precum şi posibilitatea de ***finanţare a investiţiilor marginale prin capital împrumutat***, conduce la concluzii asemănătoare. Pentru acest caz puţin mai complex, se va avea în vedere inclusiv ecuaţia de echilibru de pe piaţa de capital, respectiv egalitatea între ratele de randament ajustate la impozitele personale cerute de acţionari cu ratele de randament solicitate de către creditori. Condiţia de maxim va fi aplicată asupra cash-flow-lui firmei, cu luarea în considerare a fluxurilor financiare aferente îndatorării.

Dacă se iau în considerare impozitele personale şi posibilitatea de finanţare *prin* capital împrumutat, va trebui reformulată problema de maximizare a valorii firmei folosind ca rată de actualizare costul capitalului aferent surselor respective de finanţare.

Scanned with OKEN Scanner

În vederea finanțării investițiilor sale, firmele ar avea la dispoziție trei surse de finanțare: partea din profit nedistruibuită ca dividende, capitalul împrumutat şi emisiunea de noi acțiuni. Pentru simplificarea prezentării vom ignora ultima sursă de finanțare deşi, în condițiile reducerii (scutirii) impozitului pe profit, ar putea deveni chiar avantajoasă. Dacă firma emite obligațiuni pentru partea de investiție finanțată prin capital împrumutat, fie *m* rata impozitului la nivel personal pe veniturile provenite din dobânzi. Dividendele acționarilor vor fi impozitate la rata *d*, iar câştigurile din capital la rata *c*.

Considerând că piața de capital nu suferă imperfecțiuni de tipul diferitelor constrângeri financiare în finanțarea investițiilor, se poate formula ecuația de echilibru: acționarii vor fi interesați să-şi păstreze acțiunile firmei atâta vreme cât obțin venituri din capitalul pe care îl dețin (dividende şi câştiguri din capital) de mărime egală cu cel pe care l-ar obține în altă parte, de exemplu prin cumpărarea de obligațiuni, astfel încât putem scrie:

(10) $$i(1-m)CP_t = (1-d)D_{t+1} + (1-c)(CP_{t+1} - CP_t)$$

unde cu CP_t am notat valoarea capitalului propriu la momentul *t*, şi cu D_{t+1} fluxul de dividende la un moment ulterior.

Fluxul de dividende la fiecare moment de timp este format din cash-flow-ul la valoarea nominală (net de impozite, CF_t), la care se adaugă variația creditelor primite (ΔDAT), mai puțin dobânzile aferente ($iDAT_t$), ținând cont şi de economiile de impozite ca urmare a îndatorării:

$$D_t = CF_t + DAT_{t+1} - DAT_t - iDAT_t + iu_t DAT_t$$

de unde rezultă,

(11) $$D_t = CF_t + DAT_{t+1} - DAT_t - i(1-u_t)DAT_t$$

Exprimând cash-flow-ul perioadei ca fiind diferența între valoarea nominală a venitului net $(1+\pi)^t F(K_t)(1-u_t)$ şi valoarea investiției efectuate $(1+\pi)^t(K_{t+1} - K_t + \delta K_t)$ la care se adaugă economiile de impozite ce reprezintă amortizarea mijloacelor fixe $u_t \alpha K'_t$ (K'_t fiind valoarea la care se aplică rata de amortizare la fiecare moment de timp), se poate scrie:

(12) $$CF_t = (1+\pi)^t F(K)(1-u_t) - (1+\pi)^t(K_{t+1} - K_t + \delta K_t)(1-u_t\phi) + \alpha u_t K'_t$$

Impozitarea diferențiată a profitului firmei pe de o parte şi, a câştigurilor investitorilor acționari şi creditori pe de altă parte, poate favoriza preferințe fiscale pentru o anumită sursă de finanțare. Apare evident faptul că, dacă veniturile creditorilor sunt mai "blând" impozitate comparativ cu cele ale acționarilor, capitalul împrumutat va fi sursa preferată de finanțare şi vice versa. Deoarece am presupus că sursele de finanțare sunt doar capitalul împrumutat şi profiturile

Scanned with OKEN Scanner

nedistribuite ca dividende, impozitele pe dividende nu vor avea nici un efect asupra deciziilor marginale de finanțare.[1] Prin comparație cu acestea, impozitele pe câştigurile din capital sunt relevante, deoarece profiturile nedistribuite vor creşte valorile acțiunilor (fiind investite), ulterior presupuse a fi impozitate la rata personală *c*.

Fără a avea în vedere obținerea explicită a unei rate optime a îndatorării λ_t, admitem că aceasta rămâne constantă în timp pe parcursul perioadelor anterior specificate, pe timpul reducerii impozitului pe profit şi după aceasta ($\lambda_0<\lambda$), iar valoarea firmei reprezintă suma între valoarea capitalului propriu şi cea a capitalului împrumutat. Aceste presupuneri cu privire la politica financiară le putem utiliza pentru a pune problema de maxim a valorii firmei. Astfel, dacă ecuația (11) se înlocuieşte în (10), după rearanjarea termenilor se obține:

(13)

$$CP_t[1+i(1-m)]+DAT_t[1+i(1-u_{t+1})]\frac{(1-d)}{(1-c)}=\frac{(1-d)}{(1-c)}CF_{t+1}+CP_{t+1}+DAT_{t+1}\frac{(1-d)}{(1-c)}$$

Luând $V_t = CP_t + DAT(1-d)/(1-c)$ şi $\lambda_t = DAT_t(1-d)/(1-c)V_t$, valoarea firmei se înlocuieşte în ecuația (13) rezultând:

(14) $$V_t(1+R_t)=\frac{(1-d)}{(1-c)}CF_{t+1}+V_{t+1}$$

unde $R_t = \lambda_t(1-u_t)+(1-\lambda_t)i(1-m)/(1-c)$ este forma ajustată la impozitele personale a costului mediu ponderat al capitalului. Deoarece $u_0 \neq u$, vom avea pentru R_t două valori: R_0 pentru perioada de reducere a impozitului pe profit şi R pentru u=u. Punând problema de maximizare a valorii firmei folosind ecuația (14) la fiecare moment de timp începând cu momentul de referință t=0, rezultă:

(15) $$V_0=\sum_{t=0}^{t^*-1}\frac{CF_t(1-d)}{(1+R_0)^t(1-c)}+\sum_{t=t^*}^{\infty}\frac{CF_t(1-d)}{(1+R_1)^t(1-c)}\cdot\frac{(1+R)^{t^*}}{(1+R_0)^{t^*}}$$

Împărțind ecuația prin $(1+\pi)^t$ şi înlocuind formula pentru cash-flow, vom obține:

(16) $$V_0=\sum_{t=0}^{\infty}\frac{(1-d)\{F(K_t)(1-u_t)-(K_{t+1}-K_t+\delta K_t)(1-A_t)\}}{(1-c)(1+r_t)^t}\frac{(1+R)^{t^*}}{(1+R_0)^{t^*}}$$

unde al doilea raport este egal cu 1 pentru $t<t_0$, $(1+r_t)^t=(1+R)^t/(1+\pi)^t$.

---

[1] Deci, vom apela la "noua" abordare privind impozitarea dividendelor conform căreia investiția marginală este finanțată prin profitul nedistribuit şi capitalul împrumutat. Deoarece nu se plătesc dividende acționarilor, firma reține aceste fonduri şi le reinvesteşte. În această manieră, acționarii vor evita să plătească impozite pe dividende la rata d, lăsând la nivelul firmelor cantitatea 1/(1-d) pentru a investi. Totuşi, profitul nedistribuit aferent acestei cantități generează un câştig din capital impozitat la rata c. Astfel, firmei îi revine efectiv (1-c)/(1-d) pentru a investi. Introducând acestă relație în produsul marginal al capitalului, termenul (1-d) se simplifică şi dispare.

Scanned with OKEN Scanner

Calculând valorile actualizate ale economiilor fiscale ce rezultă din amortizare pentru fiecare dintre cele trei perioade de timp, rezultă:

$$A_t = u_0\phi + [u_0 Z_0 (1 - \left(\frac{1}{1+R_0}\right)^{t^*-t}) + uZ\left(\frac{1}{1+R}\right)^{t^*-t}] \text{ pentru } t<t^* \text{ şi,}$$

$$A_t = u(\phi + Z) = A$$

cu Z şi Z_0 ce depind de R, respectiv de R_0.

Având aceste elemente calculate, se poate determina cererea de capital reprezentată de costul de utilizare pentru fiecare caz în parte:

- pentru perioada de reducere a impozitului pe profit $t<t^*$,

$$F'_t = \frac{(\delta + r_0)(1 - A_t)}{(1 - u_0)} + \frac{(1 + r_0)(A_t - A_{t-1})}{(1 - u_0)}$$

- $$F'_{t^*} = \frac{(\delta + r_0)(1 - A_t)}{(1 - u)} + \frac{(1 + r_0)(A - A_{t^*-1})}{(1 - u)} \text{ pentru } t=t^*.$$

Se constată că, costul de utilizare comportă relaţii de calcul asemănătoare, deosebirea fiind aceea că rata de actualizare este costul mediu ponderat al capitalului. Mai mult, de această dată impozitele personale par să aibă efecte evidente asupra deciziei de investiţie, deoarece costul capitalului este rată de actualizare pentru economiile fiscale aferente amortizării. Astfel, creşterea impozitului pe câştigul din capital va determina majorarea costului capitalului, cu consecinţe nefavorabile asupra investiţiilor. Chiar şi impozitul pe dividende, deşi nu apare explicit în relaţiile de calcul ale costului de utilizare, poate influenţa în sens pozitiv sau negativ investiţiile firmei, în funcţie de mărimea acestuia pe timpul de reducere a impozitului pe profitul firmei, cât şi după aceasta.

Privind şi asupra costului capitalului în timp ce operează reducerea (scutirea) de impozit pe profit, se constată că este afectat de politica financiară a firmei. Deoarece pe acest interval de timp se pierd economiile de impozite aferente îndatorării, costul capitalului este mai mare pe acest domeniu decât după aceea, ceea ce, încă odată demonstrează posibilităţile limitate de dezvoltare ale firmei sub un presupus stimulent fiscal.

Scanned with OKEN Scanner

INVESTMENT DECISION AND CORPORATE INCOME TAX

Abstract

Presented work represents a theoretical model about fully or partly exempt from corporate taxation during its formative years, to promote capital investment. Under some restrictive assumptions, the author used the firm's capital decision that is determined at the point at which the value of marginal product is equal to the tax - adjusted annual cost of depreciation and financing, that is, the user cost of capital. As it is shown, the effective tax rate depends on the relation between tax depreciation, the true economic depreciation, and the inflation rate.

Scanned with OKEN Scanner

5.6. ASPECTE ALE REGLEMENTĂRII ŞI DEREGLEMENTĂRII ÎN ASIGURĂRI ŞI REASIGURĂRI

Lector drd. Constantin Nicolae LUNGU

Reglementarea, în asigurări, are în vedere stabilirea unui cadru normativ specific în care trebuie să se desfăşoare activitatea organizaţiilor specializate, precum şi supravegherea statului în aplicarea şi respectarea acestui cadru normativ.

Necesitatea unor reglementări şi a unui control public - mai severe decât în alte ramuri de activitate - care să protejeze asiguratul este determinată de mai multe raţiuni.

În primul rând, nevoia unor reglementări specifice rezultă din caracterul aleator al producerii evenimentelor asigurate, având următoarele motivaţii:[1]

- prestaţia de asigurare este legată de evenimente viitoare, a căror apariţie este incertă la data încheierii contractului;
- situaţia asiguratului poate deveni precară, dacă după un sinistru nu este despăgubit, cu implicaţiile sociale care decurg din aceasta;
- lipsa de transparenţă a pieţei asigurărilor, ceea ce face ca pentru asigurat să fie dificil de apreciat conţinutul contractului, raportul între primele plătite şi eventualele îndemnizaţii cuvenite etc.;
- asigurarea devenind în foarte multe ţări un fenomen de masă, apărarea intereselor asiguraţilor trebuie realizată prin intervenţie publică.

De asemenea, nevoia reglementării în asigurări rezultă şi din poziţia de intermediari financiari a societăţilor de asigurare. Ca şi în cazul altor intermediari financiari clienţii asigurătorilor sunt şi creditori ai acestora, pasivul societăţilor de asigurare fiind format în mare parte prin contribuţia a numeroşi asiguraţi, persoane fizice şi juridice. Aceştia nu au competenţa necesară pentru a controla activitatea managerilor societăţilor, ceea ce implică supravegherea statului pentru a proteja asiguraţii, dar şi pentru a garanta soliditatea şi reputaţia individuală a asigurătorilor, cât şi a sectorului asigurărilor în ansamblu. Un asemenea control priveşte în primul rând modul de investire a disponibilităţilor asiguraţilor.

Structura portofoliului de active este determinată nu numai de interesele asiguraţilor, ci şi de cele ale managerilor, respectiv ale acţionarilor societăţii, care nu sunt convergente.[2] Deoarece clienţii societăţilor de asigurare nu au mijloacele necesare pentru a-şi impune interesele, este necesară intervenţia publică pentru realizarea acestui scop.

---

[1] Bellando, J-L. - La réglementation et le contrôle de l'assurance au niveau mondial, în "Encyclopédie de l'assurance" (coord. Ewald, F. şi Lorenzi, J-H), Ed. Economica, Paris, 1998, p.236

[2] a se vedea în acest sens Rochet, J-Ch. - Reglémentation du capital, în "Risques" nr.19/1994, p.69

Scanned with OKEN Scanner

În al treilea rând, existența reglementării în asigurări este un efect al dublei asimetrii informaționale dintre asigurător și asigurat[1]. Astfel, în momentul încheierii contractului: asiguratul nu știe dacă asigurătorul va fi solvabil în momentul producerii riscului asigurat, iar asigurătorul nu știe dacă asiguratul își va onora obligațiile până la capăt și nici cât îl va costa contractul încheiat.[2] Prima asimetrie informațională determină reglementarea solvabilității asigurătorului și controlul asupra bilanțurilor societăților de asigurare. Cea de a doua a dus la apariția unor reglementări privind tarifarea asigurărilor, concurența neloială, atenuarea riscului moral.

Necesitatea unei reglementări adecvate în domeniul asigurărilor a fost înțeleasă și în țara noastră. Începând din 1990, în condițiile desființării monopolului de stat în asigurări și până în prezent au apărut o serie de acte normative care reglementează înființarea, organizarea și funcționarea societăților de asigurare, principalele ramuri de asigurare practicate precum și supravegherea statului asupra activității societăților de asigurare, încredințată Oficiului de Supraveghere a Activității de Asigurare și Reasigurare (OSAAR) ce funcționează în cadrul Ministerului Finanțelor.[3]

În sinteză, actuala reglementare din țara noastră a activității de asigurare are în vedere:

- avizarea constituirii societăților de asigurare-reasigurare de către OSAAR;
- tipul de societate și mărimea capitalului subscris, respectiv vărsat;
- participarea capitalului străin la societățile de asigurare cu sediul în România și funcționarea reprezentanțelor societăților de asigurare străine pe teritoriul țării;
- stabilirea obiectului și a parametrilor volumului de activitate, pentru a asigura menținerea solvabilității societăților de asigurare;
- constituirea și administrarea rezervelor specifice;
- stabilirea tarifelor de primă pentru asigurările obligatorii și avizarea elementelor de calcul ale primelor pentru asigurările contractuale;
- constituirea unor fonduri de protecție a asiguraților.

---

[1] asimetria informațională pe piețele de asigurare este studiată, cu metode moderne, în Eecckhoudt, L., Gollier, Chr - Les risques financiers - évaluation, gestion, partage, Ediscience International, Paris, 1992, pp.270-276

[2] Henriet, D., Rochet, J-Ch. - Microéconomie de l'assurance, Ed. Economica, Paris, 1991, p.213

[3] este vorba despre: legea nr.47/1991 privind constituirea, organizarea și functionarea societăților comerciale din domeniul asigurărilor; legea nr.136/1995 privind asigurările și reasigurările în România; H.G. nr.1279/1990 privind înfiintarea unor societăți comerciale pe acțiuni în domeniul asigurărilor; H.G. nr.574/1991 privind atribuțiile Oficiului de Supraveghere a Activității de Asigurare și Reasigurare, precum și o serie de hotărâri ale guvernului care reglementează anual condițiile de asigurare ale asigurării obligatorii de răspundere civilă auto.

Scanned with OKEN Scanner

Deşi, aşa cum se constată, reglementarea în asigurări are un câmp destul de larg în ţara noastră, apreciem că acest proces trebuie continuat, în sensul cuprinderii unor noi elemente, rezultate din evoluţia pieţei asigurărilor, dar şi al perfecţionării actelor normative deja existente, problemă asupra căreia vom reveni în final.

Realizarea unei reglementări adecvate şi în acelaşi timp aliniate la standardele internaţionale, presupune atât abordarea teoretică a acestei probleme, cât şi cunoaşterea situaţiei pe plan european şi mondial.

Procesul de reglementare în asigurări a avut, în general, o evoluţie mai lentă ca în alte domenii de activitate.[1] Reglementarea asigurărilor s-a cristalizat abia în a doua parte a secolului al XIX-lea, comportând o serie de piedici şi dezbateri aprinse. Astfel, se considera că asigurarea vieţii unei persoane este imorală, ori că asigurarea răspunderii civile nu poate fi acceptată, deoarece ar duce la dispariţia responsabilităţii pentru faptele individului. Un alt exemplu îl constituie faptul că în Anglia, practicarea reasigurărilor a fost interzisă din anumite motive, aproape trei decenii, între 1736 şi 1764, ceea ce a frânat dezvoltarea acestui sector şi a creat un decalaj faţă de ţările europene continentale.

Reglementarea în asigurări a avut în vedere în primul rând aşezarea raporturilor de asigurare pe principiul celei mai mari bune credinţe,[2] principiu fundamental în asigurări[3]. Prin aceasta se urmărea mai întâi protecţia asigurătorului şi mai târziu şi pe cea a asiguratului în condiţiile specifice ale asimetriei informaţionale deja menţionate dintre asigurător şi asigurat.

Reglementările din activitatea de asigurare pot fi clasificate după mai multe criterii:

1) după organul de la care emană reglementarea, poate fi vorba de:

a) **autoreglementare**[4], care provine din însuşi sectorul de asigurări, sub forma unor norme profesionale, a căror existenţă evită intervenţia legislatorului sau a altor autorităţi ale statului. La rândul ei, autoreglementarea poate fi:

- **individuală**, aparţinând unei anumite societăţi de asigurare (conţinutul contractului, norme tehnice, condiţii de asigurare);
- **colectivă**, rezultată din stabilirea în comun a unor norme de către mai multe întreprinderi, aşa cum este cazul celor cuvenite între doi sau mai mulţi asigurători care sunt implicaţi în contracte de coasigurare;

---

[1] pentru detalii, a se vedea Cousy, H. - Les différents cadres juridiques de l'assurance, în "Encyclopédie de l'assurance" Ed. Economica, Paris, 1998, p.211

[2] Uberrimae Fidei, sau în expresie engleză, Utmost Good Faith. A se vedea Arnaud, D. - The Language of Insurance, Romanian Version by N.C. Lungu & R.Albu, Ed. Ars Longa, Iaşi, 1997

[3] principiu statuat în Anglia, în 1906, prin Marine Insurance Act.

[4] self - regulation, concept de origine anglo-saxonă

Scanned with OKEN Scanner

• **sectorială**, care are în vedere norme consimțite sau chiar impuse printr-un cod de conduită şi deontologie profesională, în cadrul asociațiilor profesionale ale asigurătorilor;

b) reglementări emanând de la autoritatea publică; în acest caz prezintă importanță nivelul de la care provine reglementarea, atât în cazul statelor federale, cât şi în cazul Uniunii Europene, asemănătoare din acest punt de vedere cu statele federale. Se pot distinge:

• reglementări la nivel statal, al statelor membre ale federației. De exemplu, autorizarea funcționării societăților de asigurare revine fiecărui stat membru al SUA;

• reglementări instituite la nivel federal.

Remarcăm că, în destul de numeroase cazuri, a avut şi are loc un proces de transformare a unor autoreglementări în reglementări legale. Norme tehnice, elaborate inițial la nivel sectorial, au devenit ulterior norme juridice. Un exemplu edificator de preluare a unor norme tehnice în legislația privind asigurările îl constituie reglementările din cea de a treia Directivă a Uniunii Europene privind asigurările de viață, referitoare la rezerva matematică.[1]

2) după modul de concepere şi organizare a încadrării juridice a asigurărilor, abordarea poate viza:

a) reglementarea asigurărilor;

b) dereglementarea asigurărilor.

Această grupare a normelor ce privesc activitatea de asigurare introduce noțiunea de **dereglementare**, apărută în teoria şi practica nord-americană, care permite diferențierea sistemelor de asigurări din punct de vedere al preocupării şi realizărilor în domeniul dereglementării, care va fi caracterizată în continuare.

Dereglementarea, concept şi preocupare a economiei şi vieții sociale moderne, are două sensuri:[2]

• **juridic**, care se referă la efortul de a ameliora calitatea reglementărilor existente, în sensul creşterii eficienței lor, prin diminuarea complexității şi densității, concomitent cu creşterea fiabilității acestor reglementări;

• **economic**, care are în vedere reorientarea reglementărilor existente, în scopul eliminării tuturor obstacolelor normative ce stau în calea dezvoltării pieţelor şi operațiunilor economice şi financiare. Astfel, o anumită specializare obligatorie a instituțiilor ce oferă servicii financiare a devenit în prezent o limitare nejustificată a câmpului lor de acțiune şi a fost, în multe țări, eliminată. Aşa a fost, în SUA, situația specializării obligatorii a băncilor în bănci de depozit, case de economii, instituții de credit, bănci de afaceri, eliminată prin **despecializare**, ca forma a dereglementării. O manifestare caracteristică a dereglementării în asigurări este înlocuirea prevederilor ce vizează controlul asupra tarifelor, cu

---

[1] sub forma provizioanelor tehnice din asigurările de viață (life insurance provision)

[2] Cousy, H. - op.cit., p.220

Scanned with OKEN Scanner

reglementări judicioase ale concurenței între asigurători, de natură să diminueze contrângerile de tip administrativ, în favoarea unor mecanisme care asigură buna funcționare a pieței.

În general, așa cum s-a arătat, asigurările constituie un sector puternic reglementat în foarte multe țări. Un caz deosebit îl constituie Uniunea Europeană, în care, urmărindu-se liberalizarea pieții unice a asigurărilor, s-a elaborat un vast program legislativ, fiind emise, în timp, trei generații de Directive europene, fiecare dintre generații conținând directive speciale pentru asigurările de viață, respectiv pentru celelalte categorii de asigurări:[1]

- primele directive au apărut în 1973 (alte asigurări) și 1979 (asigurări de viață) și vizau liberalizarea condițiilor de acces la activitatea de asigurare;
- a doua generație de directive (1988, pentru alte asigurări și 1990 pentru asigurări de viață) a realizat primii pași în domeniul liberalizării prestărilor de servicii în asigurări pe teritoriul Uniunii;
- al treilea set de directive, elaborate în 1992 atât pentru asigurările de viață cât și pentru celelalte categorii de asigurări și intrate în vigoare în anul 1994, a definitivat cadrul juridic necesar armonizării legislațiilor din țările membre. S-a urmărit instituirea unei depline libertăți a prestărilor de servicii, bazată pe autorizația unică de funcționare a asigurătorilor (single passport) și pe controlul unic asupra societăților de asigurare, exercitat în toate țările membre de către țara în care își are sediul respectiva societate (home country control).

În literatura de specialitate din țara noastră, problema reglementării și dereglementării în asigurări nu a constituit o preocupare deosebită, deși există specialiști de prestigiu care au acordat atenție acestui domeniu, în special în ce privește situația reglementărilor din Uniunea Europeană[2] sau din Statele Unite ale Americii.[3] Considerăm de aceea necesară o prezentare succintă a direcțiilor principale în care se manifestă reglementarea și dereglementarea în asigurări pe plan mondial.

Reglementarea și supravegherea statului se exercită în următoarele domenii:

a) **controlul produselor (contractelor)** care urmărește ca aceste contracte să aibă un conținut complet, onest, licit și o redactare clară. Controlul contractelor poate fi preventiv sau posterior:

- **controlul preventiv** se finalizează prin viza pe care trebuie să o obțină asigurătorul înainte de a vinde un nou tip de contract. De exemplu, în SUA fiecare stat al federației are dreptul de control prealabil al contractelor de asigurare propuse de diferiți asigurători. Mai mult, autorizarea (licența) de funcționare a asigurătorilor este dată de fiecare stat, cu tratament diferit pentru

---

[1] sintetizate de Comitetul European al Asigurărilor (CEA) în lucrarea **Codification CEA des directives européenes sur l'assurance (assurance non vie, assurance vie) Paris, 1994**

[2] a se vedea Văcărel, I., Bercea Fl. - Asigurări și reasigurări, Ed. Expert, București, 1998, cap.7

[3] Constantinescu, D.A. ș.a. - Asigurări și reasigurări, Ed. Tehnică, București, 1998, cap.10

Scanned with OKEN Scanner

state insurers (asiguratorii cu sediul în statul respectiv, **foreign insurers** (asigurători cu sediul în alt stat al SUA) şi **alien insurers** (asigurători cu sediul în afara SUA). Aici a apărut unul dintre principalele aspecte ale dereglementării din Uniunii Europeană: începând din 1994, după intrarea în vigoare a celei de a treia Directive în materie de asigurări, a fost desfiinţat controlul preventiv asupra conţinutului contractelor de asigurare, din raţiuni de armonizare a legislaţiei ţărilor membre;

• **controlul posterior**, care permite autorităţilor de supraveghere să dispună retragerea de pe piaţă a contractelor neconforme cu legea;

b) **controlul tarifelor** prin care organele de supraveghere ale statului verifică şi autorizează modul de stabilire a tarifelor de primă. Şi în acest domeniu este prezentă dereglementarea: Directivele Uniunii Europene desfiinţează controlul prealabil şi sistematic asupra tarifelor.

c) **supravegherea permanentă a situaţiei financiare a asigurătorului.** Controlul vizează aptitudinea sau perspectivele unei societăţi de asigurare de a fi solvabilă în timp (peste 6 luni, unul sau doi ani) şi permite să se elaboreze şi să se emită măsuri de redresare a situaţiei financiare a asigurătorilor aflaţi în dificultate;

d) **specializarea asigurătorilor**, principiu de bază, recunoscut în variante diferite în întreaga lume. Reglementarea şi controlul statului au în vedere o specializare internă şi una externa a sectorului de asigurări.

• **Specializarea internă** are în vedere împărţirea asigurărilor în asigurări de viaţă, respectiv celelalte ramuri de asigurare (asigurări non-viaţă). În general reglementările din asigurări prevăd o specializare a societăţilor de asigurare pe aceste două domenii de activitate, aşa cum este cazul Franţei. În Germania, specializarea merge chiar mai departe, societăţile care practică asigurări de boală şi asigurări de protecţie juridică neputând avea alt domeniu de activitate. În alte ţări, ca Belgia, Spania, Anglia şi ţara noastră, asiguratorii sunt autorizaţi să practice asigurări din mai multe ramuri.[1] În Uniunea Europeană, Directivele din 1979 au optat pentru specializarea viaţă - non viaţă, aceasta regulă aplicându-se societăţilor nou înfiinţate din ţările membre. Cea de a treia Directivă, din 1992, a amendat această specializare strictă, recunoscând asigurărilor de accidente şi de boală un statut comun cu cele de viaţă. Acest amendament a fost determinat de dezvoltarea, în ţările Uniunii, a contractelor de asigurare colectivă de întreprindere, care reunesc într-o singură poliţă riscuri de deces, invaliditate, pensie, şomaj şi boală. Ca urmare statele membre pot autoriza societăţile de asigurare să ofere asigurări de viaţă, de accidente şi de boală. În Japonia, specializarea internă era şi mai strictă: o societate ce practică asigurări de viaţă nu putea avea o participare de capital la o societate cu asigurări non-viaţă, şi invers. Noua lege a asigurărilor din 1996 introduce însă o

---

[1] Totuşi, reglementările impun şi organele de supraveghere verifică separarea gestiunii asigurărilor de viaţă de cele non-viaţă.

Scanned with OKEN Scanner

largă dereglementare în domeniul specializării, permițând intrarea reciprocă în celălalt sector, prin înființarea de filiale. Astfel, în decurs de numai un an, în Japonia 11 societăți de asigurare non-viață şi-au creat filiale de asigurări de viață şi 6 societăți de asigurări de viață au deschis filiale ce practică asigurările non-viață.[1]

• **Specializarea externă,** reglementată atât în Europa cât şi în lume, nu permite societăților de asigurare să desfăşoare nici o altă activitate comercială. În general, excluderea vizează activitățile exercitate direct de asigurători, care nu pot fi bancheri, transportatori, nu pot oferi prestații turistice, hoteliere, etc. În alte țări interdicția este şi mai largă. În numeroase state ale SUA, o societate de asigurare nu poate deține o participare semnificativă la o instituție de credit.

În ce priveşte țara noastră, unde regulile economiei de piață au început să funcționeze abia din 1990, iar piața asigurărilor nu este consolidată, şi nici măcar pe deplin formată, considerăm ca reglementarea asigurărilor şi intervenția publică în domeniu sunt susceptibile de numeroase îmbunătățiri, atât de ordin cantitativ, cât şi calitativ. Asigurările au devenit un sector cu o puternică dezvoltare, care a cunoscut în 1998 o creştere reală de peste 50% față de 1997. Sectorul asigurărilor merită o atenție sporită, inclusiv pe linia reglementărilor menite să-i favorizeze dezvoltarea, în condițiile în care participarea sa la formarea produsului intern brut este mult mai mică decât în alte țări (sub 1% în 1998) şi în care asigurările pot deveni, în calitatea lor de intermediar financiar, un segment important al pieții financiare. Proiectul noii legi a asigurărilor, aflat în dezbatere în Parlamant aduce o serie de elemente noi, salutare pentru o mai bună reglementare a domeniului. Astfel, în acest proiect există prevederi care înăspresc condițiile accesului pe piață, în care în prezent activează în general societăți de asigurare de mică anvergură şi concomitent evită subcapitalizarea, prin mărirea capitalului subscris şi vărsat al asigurătorilor. Aceste prevederi vor determina un proces de concentrare, prin fuziuni sau achiziții ale societăților de asigurare, de natură să influențeze pozitiv protecția asiguraților, să întărească poziția asigurărilor ca segment al pieții financiare şi să revitalizeze activitatea de reasigurare, în care societățile româneşti apar ca cedenți, nu şi ca reasiguratori. De asemenea, proiectul noii legi conține prevederi prin care este legitimată şi particularizată activitatea brokerilor în asigurări şi ridică unele restricții referitoare la investițiile financiare ale societăților de asigurare.

Pe de altă parte, considerăm că tentația dereglementării trebuie privită cu o anumită reținere. Ca urmare a procesului de dereglementare pe plan mondial creşte concurența în sectorul asigurărilor. Au apărut astfel conglomerate bancă-asigurare-intermediere financiară în care acelaşi capital protejează atât pe asigurați cât şi pe depunători, ceea ce poate fi contestat, ținând cont de faptul că riscurile specifice fiecăreia dintre aceste activități sunt diferite şi că astfel se pot

---

[1] Lefas, P. - L'assurance dans les marchés dominants: la Triade, în "Encyclopedie de l'assurance". Economica, Paris, 1998, p.94

Scanned with OKEN Scanner

încălca regulile ce stau la baza menținerii solvabilității societăților de asigurare. În ce priveşte țara noastră, o dereglementare excesivă, vizând liberalizarea deplină a pieței, poate afecta puternic societățile de asigurare cu capital românesc, care nu ar putea face față concurenței marilor asigurători străini.

Scanned with OKEN Scanner

5.7. CICLUL ECONOMIC ŞI CICLUL ACTIVITĂŢII DE ASIGURARE

Lector drd. Nicolae Constantin LUNGU

Ciclul activităţii de asigurare diferă de ciclul economic general. El este influenţat de o serie de factori specifici, puţin studiaţi în ţara noastră, atât din punct de vedere teoretic, cât şi practic. Problematica ciclului de activitate şi a ciclului profitului în asigurări este doar menţionată sau abordată tangenţial în lucrările şi publicaţiile de specialitate autohtone. În plan practic deşi în activitatea societăţilor de asigurare studierea şi cunoaşterea evoluţiei şi a perspectivelor acestui ciclu ar trebui luată în considerare în proiectarea activităţii ca un factor de bază în fundamentarea deciziilor, se ţine cont, într-o anumită măsură, numai de influenţa ciclului economic asupra veniturilor asigurătorilor. De aceea, considerăm că abordarea unor aspecte ale specificităţii ciclului de activitate în asigurări este utilă şi necesară.

Ciclicitatea activităţii de asigurare este determinată atât de evoluţia ciclului general economic, cât şi de o serie de influenţe specifice, cum ar fi evoluţia ratei dobânzii, ciclul de viaţă al produselor de asigurare, etc.

Influenţa ciclului economic general se exercită în mai multe moduri:

- veniturile clienţilor societăţilor de asigurare fluctuează în funcţie de evoluţia ciclului economic, ceea ce influenţează cererea de asigurare;
- mărimea riscurilor de acoperit variază în diferite faze ale ciclului economic, fie din motive obiective, ca variaţia numărului accidentelor cauzatoare de pagube, fie din cauze subiective, fenomenele de aversiune faţă de risc, de risc moral şi de antiselecţie manifestându-se diferit în diferitele faze ale ciclului;
- în afara influenţei ciclului economic general asupra încasărilor din prime ca urmare a fluctuaţiei veniturilor din prime, se manifestă şi influenţa sa asupra pieţelor financiare, care poate mări sau micşora veniturile financiare ale asigurătorilor.

Ciclicitatea activităţii de asigurare, factorii de influenţă şi consecinţele acestui fenomen asupra dezvoltării sectorului au fost studiate în literatura de specialitate a ultimelor două decenii[1]. După al doilea război mondial, piaţa asigurărilor a cunoscut cicluri, respectiv crize periodice marcate prin creşterea rapidă a tarifelor şi contractarea pieţii, mai ales în Statele Unite, dar şi în Europa. Ciclicitatea activităţii de asigurare are diferite forme de manifestare (ciclu comercial, ciclu financiar, al tarificării, al profitului) şi se poate exprima în diferite moduri, dar a fost studiată mai ales prin intermediul unor indicatori ca volumul primelor încasate, nivelul mediu al primelor tarifare, rata daunei, profitul.

---

[1] Menţionăm, în acest sens: Berger, L.A. - A Model of the Underwiting Cycle in the Property/Liability Insurance Industry, în "Journal of Risk and Insurance" vol 55 (1988) pp.298-306; Steward, B.D. - Profit Cycles in Property-Liability Insurance, în "Issues in Insurance", vol.2, 1984, American Institute for Property and Liability Underwiters; Chiapporri, P.A. - Cycles de profits en Iard: l'exemple américain, în "Risques" nr. 18, 1994, pp.151-164.

Scanned with OKEN Scanner

Astfel, economistul american Ralph Winter a constatat o ciclicitate a activității de asigurare în SUA, în perioada 1949-1988[1]. El identifică cicluri de aproximativ 5-6 ani, cu perioade de vârf în anii 1957, 1964, 1968, 1974, 1980, 1988, cicluri care nu corespund cu evoluția ciclului economic general. Un fenomen asemănător se constată și în Europa, atât în asigurările de repartiție (bunuri și răspundere civilă) cât și în cele de viață[2]. Se poate conchide, pe baza acestor constatări, că variațiile ciclului asigurărilor nu sunt legate numai de ciclul economic, ci și de alte influențe.

Ciclul activității de asigurare are trăsături specifice, atât prin semnificația fazelor sale, cât și prin conținutul său diferit din punct de vedere al asiguratului și asigurătorului. Cele patru faze ale ciclului din asigurări, apreciate din cele două puncte de vedere, sunt prezentate în fig. 1[3].

Tabel 1. Ciclul asigurărilor

Din punct de vedere al societăților de asigurare	Din punct de vedere al asiguraților
1. Expansiune Creșterea încasărilor și a rentabilității	**1. Criză** Creșterea tarifelor și înrăutățirea condițiilor de asigurare (diminuarea acoperirii prin asigurare)
2. Vârf Ameliorarea profitului tehnic și a profitului total	**2. Consolidare** Plafonarea primelor, dar cu un nivel înalt al raportului preț/calitate a protecției
3. Declin Intensificare a concurenței, inclusiv prin intrarea de noi competitori. Reducerea tarifelor, scăderea profitului	**3. Expansiune** Relaxarea tarifelor, ofertă de contracte mai avantajoase și mai bine adaptate la cerere
4. Criză Concurență acerbă. Pierderi masive, falimente	**4. Vârf** Scădere masivă a prețurilor, piață dominată de cerere

Alt factor de influență asupra ciclului activității de asigurare este rata dobânzii. După unele opinii, evoluția ratei dobânzii ar putea fi chiar factorul principal ce determină fluctuațiile profitului din asigurări[4].

Comportamentul ciclic al asigurărilor este puternic influențat de sensibilitatea tarifului ofertei de asigurare la variația ratei dobânzii. Asigurătorii încasează prime în schimbul angajamentului de a acoperi pagube viitoare,

---

[1] Winter, R.A. - Solvency Regulation and the Property - Liability Insurance Cycle, în "Economic Inquiry" vol.293, 1991, pp.458-471

[2] Lefas, P. - L'assurance dans les marchés dominants: la Triade, în "Encyclopédie de l'assurance", Economica, Paris, 1998, p.75

[3] Didier, M. - Cycle de l'assurance et cycle économique, în "Encyclopédie de l'assurance", Economica, Paris, 1998, p.358

[4] McGee, R.T. - The Cycles în Property/Casualty Insurance, în "Federal Reserve. Bank of New York Quarterly Review", 1986, pp.22-30

Scanned with OKEN Scanner

rezerva de prime fiind fructificată. Dacă rata dobânzii creşte, veniturile financiare ale asigurătorilor cresc şi ele, iar societăţile de asigurare îşi pot permite să reducă primele. Deci, asigurătorii ridică tarifele atunci când rata dobânzii scade şi le reduc dacă rata dobânzii creşte. Această influenţă se manifestă cu atât mai mult în cazul contractelor cu durate mari (asigurări de viaţă) ceea ce explică în parte şi ciclicitatea diferită a diferitelor ramuri de asigurare.

De asemenea, influenţa situaţiei pieţei financiare este vizibilă şi din alt punct de vedere. În perioada de avânt a ciclului economic, creşterea economică generală şi creşterea concurenţei în asigurări antrenează, aşa cum s-a arătat o tendinţă de subtarificare a riscului. În condiţiile unui avânt simultan al pieţei financiare, asigurătorii, chiar conştienţi de această subtarificare tehnică, speră să obţină un profit global satisfăcător graţie investiţiilor de pe această piaţă. Cu alte cuvinte, în aceste condiţii, chiar dacă subtarificarea riscului determină pierderi tehnice, ea este însoţită de amplificarea a două fluxuri financiare de intrare în societatea de asigurare: fluxul veniturilor din prime care sporeşte datorită creşterii competitivităţii şi fluxul veniturilor financiare. Invers, dacă piaţa financiară se deteriorează, veniturile financiare scad, subtarificarea tehnică devine evidenta şi ameninţătoare, iar asigurătorii se văd obligaţi să crească tarifele de primă.

Această creştere a primelor va determina o atitudine de reţinere a asiguraţilor potenţiali, cu deosebire din partea întreprinderilor, ceea ce conducere la o diminuare a fluxurilor financiare de intrare la asigurători. Devine necesară acceptarea unei noi subtarificări care relansează ciclul din asigurări[1].

Aspectele particulare ale ciclului activităţii de asigurare apar şi datorită faptului că o extindere a activităţii - atât prin dezvoltarea produselor existente, cât şi prin promovarea de noi produse de asigurare - nu necesită investiţii foarte mari, ca în alte ramuri şi se poate realiza într-un timp scurt. În acelaşi timp, societăţile de asigurare oferă, în schimbul primelor, o protecţie pe o perioadă lungă, în condiţii de incertitudine, probabilitatea unor erori de strategie fiind mai mare decât în alte domenii de activitate.

O reflectare a specificităţii ciclului în asigurări este şi faptul că acesta are două forme de manifestare: ciclul comercial şi ciclul financiar[2].

I. **Ciclul comercial** - identificat cu mai multă acurateţe în asigurările non-viaţă - concretizat prin creşteri şi scăderi alternative ale încasărilor din prime, este influenţat de mai mulţi factori.

1. Inversarea ciclului de producţie[3]. Spre deosebire de alte ramuri, asigurătorul încasează veniturile înainte de a efectua cheltuielile, ciclul normal de producţie fiind inversat. De aceea, el îşi vinde produsul fără a-i cunoaşte dinainte costul, cea mai mare parte a acestui cost reprezentând-o cheltuielile cu plata despăgubirilor şi sumelor asigurate, influenţate de caracterul

---

[1] Concluzie la care ajunge Jean-Jaques Gollier, studiind fluxurile

[2] Lambert, D-C. - Economie des assurances, Armand Colin, Paris, 1996, p.153

[3] pentru detalii, a se vedea şi Gollier, J-J. - Inversion du cycle, în "Risques" nr.17, 1994, p.87

Scanned with OKEN Scanner

aleator al riscului. Acest fenomen conduce la dificultăţi în previzionarea tarifelor şi a mărimii rezervelor şi poate determina dezechilibre, de exploatare şi financiare, care influenţează ciclul activităţii de asigurare.

2. Ciclul de tarifare, legat de ciclul de viaţă al produselor de asigurare. Strategia de preţ este influenţată în mare parte de ciclul de viaţă al produsului. În asigurări produsul nou cunoaşte: o fază iniţială de *expansiune* în care penetrarea pieţei este slabă; o fază de *maturitate*, când contractul este încă bine vândut, o fază de *declin*, în care cea mai mare parte a agenţilor economici şi a persoanelor fizice sunt deja asiguraţi.

În faza de expansiune, creşterea numărului de asiguraţi determină o scădere relativă a tarifelor, datorită mutualizării riscului. În faza descendentă a ciclului, apare o scădere a tarifelor, datorită concurenţei, care determină pierderi tehnice şi deteriorează raportul între despăgubiri şi prime, obligând asigurătorii să recurgă la reajustări tarifare. Asigurarea devine mai scumpă şi adeseori oferă garanţii mai mici.

3. Ciclul profitului, care ilustrează cel mai bine fluctuaţiile activităţii de asigurare şi care a fost cel mai intens studiat, atât în SUA cât şi în Europa. Se constată, în ultimii cinzeci de ani, o ciclicitate de aproximativ zece ani, cu alternanţă între profit şi pierderi.

Ciclul profitului are drept factor endogen principal contradicţia dintre obiectivele de creştere şi obiectivele de profit ale asigurătorului.[1]

Obiectivele de creştere au în vedere câştigarea unor noi segmente de piaţă şi creşterea vânzărilor de contracte. Se pune deci accent pe marketing şi dezvoltarea noilor produse, pe scăderea tarifelor, mergând până la subtarifarea riscului.

Obiectivele de profit impun centrarea pe ramurile şi produsele de asigurare cele mai rentabile, eliminarea celor nerentabile, tarife mai ridicate, reduceri de personal, accentuarea selecţiei riscurilor, eliminarea sau atenuarea antiselecţiei şi a riscului moral. Cu cât decalajul între apariţia unor pierderi tehnice - determinate de subtarifarea datorată obiectivelor de creştere - şi ridicarea tarifelor, ca rezultat al obiectivelor de profit, este mai mare, cu atât ciclul va fi mai lung.

II. **Ciclul financiar** derivă din apartenenţa asigurărilor la sistemul financiar modern, în calitate de intermediar financiar, alături de bănci, societăţi de investiţii financiare, etc. În condiţiile mutaţiilor intervenite pe piaţa financiară în ultimele două decenii şi mai ales în condiţiilor dezintermedierii acestei pieţe, ca parte al unui proces mai larg de dereglementare, ciclul financiar al societăţilor de asigurare diferă de cel al altor intermediari financiari, de exemplu de cel al băncilor. Asigurătorii gestionează cu precădere fonduri oferite pe termen lung,

---

[1] Farny, D. - Stratégie de croissance ou de profit des compagnies d'assurances, în "Risques" nr. 6, 1991, p.65

Scanned with OKEN Scanner

ceea ce se abate de la tendința generală de pe piața financiară[1]. Principala consecință ce rezultă de aici este deosebirea între ciclul financiar al activității de asigurare şi cel al bancasigurării - asigurarea practicată de sectorul bancar - deosebire concretizată într-un proces de inversare a rezultatelor în cele două sectoare, prezentat sintetic în fig. 2.

Sectorul	Cifra de afaceri	Profit
Bancasigurare	+	+
	-	-
Societăți de asigurare	+	-
	-	+

Fig. 2. Evoluția comparativă a cifrei de afaceri şi profitului în bancasigurări şi asigurări

Din această figură, se constată că:

- atunci când o bancă începe să vândă "la ghişeu" produse de asigurare (asigurări de viață, asigurări tip pensie de bătrânețe, asigurări auto, ale locuințelor etc.) ea preia părți din piață cu costuri foarte mici de inițializare, întreaga infrastructură fiind preexistentă. De aceea, creşterea cifrei de afaceri este însoțită imediat de o creştere a profitului şi invers;
- la o societate de asigurare, secvența este inversată. Asigurătorul trebuie să-şi acopere mai întâi costurile de investiții, de achiziție a contractelor, să-şi plătească salariații şi intermediarii din asigurări (agenți generali, brokeri). De aceea, în perioada de expansiune, rezultatele financiare sunt adesea negative, în condițiile în care şi veniturile financiare aduse de rezervele constituite la noile contracte sunt mici. Din contră, în perioada de declin, asigurătorul suportă cheltuieli de achiziție mai mici, veniturile sale financiare sunt mari şi deci înregistrează profit.

Problematica ciclului activității de asigurare este mult mai vastă. În cele de mai sus s-a încercat doar prezentare sintetică a principalelor aspecte legate de ea, cu intenția de a semnala existența unei ciclicități specifice în asigurări şi de a sublinia valențele ei în fundamentarea deciziilor strategice ale societăților de asigurare, inclusiv din țara noastră.

[1] o discuție mai amplă pe această temă poate fi urmărită în Lambert, D-C. - op.cit., p.167 şi urm.

Scanned with OKEN Scanner

ISBN: 973-8028-06-X

Scanned with OKEN Scanner